LAS GUERRAS comerciales son guerras DE CLASE

MICHAEL PETTIS · MATTHEW C. KLEIN

GANADOR 2021 Lionel Gelber Prize GANADOR 2021

Capitán Swing

Cómo la **desigualdad** distorsiona
la economía y **amenaza** la paz

LAS GUERRAS comerciales son guerras DE CLASE

MICHAEL PETTIS · MATTHEW C. KLEIN

GANADOR 2021 Lionel Gelber Prize GANADOR 2021

Capitán Swing

Cómo la **desigualdad** distorsiona
la economía y **amenaza** la paz

LAS GUERRAS comerciales son guerras DE CLASE

Cómo la desigualdad distorsiona
la economía y amenaza la paz

MICHAEL PETTIS
MATTHEW C. KLEIN

Traducción de
Francisco Herreros

Capitán Swing

Abreviaturas

usadas en las notas

BCE: Banco Central Europeo

BEA: Oficina de Análisis Económico[1]

BPI: Banco de Pagos Internacionales

CFR: Consejo de Relaciones Exteriores[2]

CNUCYD: Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo

FMI: Fondo Monetario Internacional

FRB: Consejo de la Reserva Federal[3]

GGDC: Centro para el Desarrollo y el Crecimiento de Groninga[4]

IRS: Servicio de Impuestos Internos[5]

NBER: Oficina Nacional de Investigación Económica[6]

NSD: Centro Noruego de Datos para la Investigación[7]

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

■

[1] Por sus siglas en inglés, Bureau of Economic Analysis. (N. del T.).

[2] Por sus siglas en inglés, Council on Foreign Relations. (N. del T.).

[3] Por sus siglas en inglés, Federal Reserve Board. (N. del T.).

[4] Por sus siglas en inglés, Groningen Growth and Development Centre. (N. del T.).

[5] Por sus siglas en inglés, Internal Revenue Service. (N. del T.).

[6] Por sus siglas en inglés, National Bureau of Economic Research. (N. del T.).

[7] Por sus siglas en inglés, Norwegian Center for Research Data. (N. del T.).

Prefacio a la

edición original

El mundo era muy distinto cuando terminamos de editar el texto de la edición en tapa dura de Las guerras comerciales son guerras de clase en enero de 2020. Los Gobiernos chino y estadounidense acababan de acordar su acuerdo comercial «Fase 1» para poner fin al conflicto arancelario que había comenzado en 2018. Los chinos habían prometido aumentar sus compras de bienes estadounidenses y acordado abrir parte de su sistema financiero a compañías estadounidenses. Los Gobiernos europeos estaban centrados en negociar el siguiente presupuesto de la Unión Europea para los próximos siete años —unas negociaciones más conflictivas que de costumbre por la reciente salida del Reino Unido— al mismo tiempo que se preparaban para un inminente conflicto comercial con Estados Unidos sobre cuestiones que iban de los impuestos a los gigantes estadounidenses de internet a cómo enfrentarse al cambio climático.

Apenas empezaban a aparecer algunas noticias sobre una enfermedad respiratoria en Wuhan, y, no obstante, el coronavirus acabaría siendo el acontecimiento definitorio de 2020. Murieron millones de personas, y muchos supervivientes experimentaron daños orgánicos duraderos. La economía global sufrió una convulsión sin precedentes, mientras trabajadores y consumidores intentaban evitar contagiarse. La actividad económica cayó entre un 20 y un 30 por ciento en unas pocas semanas. Los Gobiernos en buena parte del mundo respondieron ante el shock de la pandemia con medidas solo vistas con anterioridad en tiempo de guerra.

En ese contexto, explicar los conflictos y los desequilibrios comerciales no parecía algo muy importante. Pero aunque ciertamente no anticipamos la pandemia, sucesos recientes han reforzado la importancia de los argumentos de este libro. La pandemia ha exacerbado muchas de las distorsiones existentes, que nosotros habíamos destacado, en la renta, los ahorros y el gasto, que llevan a un aumento de la deuda y a unos crecientes desequilibrios comerciales en gran parte del mundo.

La pandemia fue también un recordatorio de que todo el mundo está interconectado, nos guste o no. La polución, el cambio climático y los virus respiratorios altamente contagiosos no respetan las fronteras. Países que habían logrado suprimir el virus se habían visto forzados a aislarse del resto del mundo hasta unos niveles sin precedentes, e incluso entonces tuvieron que reaccionar de manera agresiva para evitar que los brotes recurrentes se convirtiesen en las oleadas devastadoras vistas en América y Europa.

Un punto clave de este libro es que los desequilibrios económicos que se originan en una parte del mundo se transmiten globalmente, hasta alcanzar al mismo tiempo a grupos tan variados como los trabajadores migrantes chinos, los pensionistas alemanes y los trabajadores estadounidenses de la construcción, de formas sutiles y a menudo sorprendentes. Lo que podría parecer un asunto puramente doméstico de un país termina a menudo afectando al resto del mundo a través de los cambios en la balanza de pagos. Resulta de lo más elocuente que aquellos lugares que han logrado proteger a su población de la enfermedad hayan tenido mucho menos éxito en proteger a sus trabajadores y sus empresas de la catástrofe económica. Por ejemplo, entre finales de 2019 y finales de 2020, la actividad empresarial se ha desplomado en la misma medida en Corea del Sur y en Estados Unidos.[8]

Aunque cada vez más personas eran conscientes de que la salud pública y la protección medioambiental requieren una cooperación global, pocos lo eran de que la misma lógica se aplica a todo lo demás, desde los estándares laborales a los impuestos de sociedades. En otros términos, si un virus podía poner el mundo patas arriba, ¿por qué no podían hacer lo mismo el sistema bancario chino o las prácticas empresariales alemanas? Todo el mundo está interesado en evitar futuras pandemias, incluso aunque esto signifique implicarse en los asuntos «internos» de otras sociedades. Este libro argumenta que el mismo razonamiento se aplica a las crisis económicas y financieras.

Desgraciadamente, aunque el coronavirus ya se está diluyendo gracias al rápido descubrimiento y distribución de vacunas efectivas, no se puede decir lo mismo de las condiciones sociales y políticas que lo precedieron. Esto nos lleva a uno de los puntos centrales de nuestro libro: en cualquier país, la distribución de los ingresos tiene consecuencias económicas y financieras tanto internas como externas. La creciente desigualdad lleva a una cierta combinación de bajo consumo de bienes y servicios y alto endeudamiento. La concentración global de los ingresos a lo largo las últimas décadas ha sido responsable del más lento

crecimiento de los niveles de vida en el mundo rico, del empeoramiento de los desequilibrios comerciales, y de la crisis financiera global. En muchas sociedades, el virus ha exacerbado estas desigualdades preexistentes, porque ha hecho más probable que los trabajadores con menores ingresos pierdan sus empleos y que enfermen y menos probable que sean poseedores de las acciones y las viviendas, que han visto cómo se apreciaba más su valor.

El virus también ha tenido unos efectos económicos desiguales entre países. Los exportadores de petróleo se han visto golpeados por el colapso de los precios de la energía, mientras que a los países que fabricaban productos electrónicos avanzados les ha ido relativamente bien, a medida que consumidores y negocios pasaban al teletrabajo. No obstante, al menos tan importantes como estas diferencias estructurales fueron las diferencias en cómo respondieron los Gobiernos al virus, de acuerdo con sus instituciones sociales y políticas. Algunos, como Estados Unidos, transfirieron billones de dólares directamente a trabajadores y consumidores con «pagos de impacto económico» y grandes mejoras en el sistema de seguro de desempleo, mientras que otros, como China, ofrecieron préstamos subsidiados para financiar el gasto en infraestructuras por parte de los Gobiernos locales e intervinieron en los mercados monetarios para apoyar a los exportadores.

No se trató de respuestas nacionales diferenciadas de Estados Unidos y China. Ambos conjuntos de políticas tuvieron un impacto sustancial sobre el resto del mundo, porque los dos países son parte de un sistema interconectado más amplio. La reticencia del Gobierno chino a apoyar a sus propios consumidores significaba que dependía de los consumidores extranjeros para preservar los empleos y los ingresos chinos —un enfoque que funcionó bien solo porque el Gobierno de Estados Unidos estaba transfiriendo dinero agresivamente a los consumidores estadounidenses sin poner límites acerca de dónde y cómo gastarlo—. La respuesta de China habría tenido unas implicaciones muy diferentes para la economía china y la economía global si la respuesta estadounidense hubiese sido distinta, y lo mismo se puede decir para Estados Unidos. Estos enfoques distintos significaron que, aunque ambos países experimentaron un desplome económico similar cuando el virus los golpeó, su recuperación sería radicalmente diferente. Esas diferencias fueron reconciliadas por medio de cambios en el comercio y las finanzas.

Aunque el virus se había originado en China, la agresiva respuesta del Gobierno central más o menos lo eliminó para marzo. Después de un cierre estricto de la

actividad empresarial en enero y febrero, casi todos los indicadores económicos rebotaron en primavera, aunque decenas de miles de trabajadores migrantes recién desempleados se vieron obligados a retirarse al campo para vivir de una agricultura de subsistencia. Gran parte de la sociedad china regresó a algo parecido a la normalidad en el verano. No obstante, la recuperación económica de China fue profundamente desigual. Aunque la economía fue un 2,3 por ciento mayor en 2020 que en 2019, el consumo de productos no alimenticios o energéticos fue un 3 por ciento menor que en 2019 —y el gasto en restaurantes, un 17 por ciento menor—. La caída del consumo fue compensada por un gran incremento de la construcción (hasta un 8 por ciento), la inversión en infraestructura (hasta un 5 por ciento) y las exportaciones manufactureras (hasta un 4 por ciento).

El contraste con Estados Unidos, que fracasó por completo en evitar la propagación del virus, fue de lo más sorprendente. A diferencia de China, los vuelos domésticos en América nunca se recuperaron, y el consumo en restaurantes se quedó muy lejos del nivel prepandemia en la mayor parte del país. No obstante, aunque la economía de Estados Unidos cayó alrededor de un 3,5 por ciento en 2020 con respecto a 2019, el consumo de bienes no alimenticios ni energéticos fue un 4 por ciento mayor. En el mismo sentido, el gasto en construcción residencial creció casi un 10 por ciento. La magnitud de la respuesta fiscal y monetaria del Gobierno de Estados Unidos supuso que, a pesar de la pandemia, muchos estadounidenses dispusieran de más dinero que en toda su vida. Aunque mucha gente optó por reducir sus deudas y ahorrar, también usaron ese dinero extra para aumentar su gasto en la compra de coches y electrodomésticos y en renovar sus viviendas. Sin embargo, la producción manufacturera estadounidense fue un 6 por ciento menor en 2020 que en 2019, y las exportaciones cayeron un 16 por ciento.

Simplificando un poco, tanto el Gobierno chino como los consumidores estadounidenses —estos últimos, financiados por el Gobierno federal— apoyaron a los productores chinos, aunque los consumidores chinos recortaron sus gastos a costa de los manufactureros extranjeros. El efecto neto fue un aumento masivo del déficit comercial estadounidense, con un reflejo casi perfecto en el masivo incremento del superávit comercial chino. Si Estados Unidos y el resto del mundo hubiesen respondido al impacto económico del COVID-19 como lo hizo China, el resultado más probable habría sido un aumento del desempleo global, especialmente en la propia China. Cuando el mundo sufre una caída repentina en la demanda de bienes y servicios, unas

políticas que fomentan la producción son solo efectivas si se equilibran por la decisión de otros países de apoyar el gasto de los consumidores.[9]

La pandemia aumentó los desequilibrios económicos y financieros existentes entre China y Estados Unidos, pero, desde un punto de vista más positivo, también marcó el comienzo de un reequilibrio entre los principales países europeos. Para comienzos de 2021, el notoriamente agarrado Gobierno alemán había prometido un apoyo directo a sus ciudadanos casi tan grande como el otorgado por Estados Unidos —y casi cuatro veces la cantidad ofrecida por el Gobierno de España en relación con el tamaño de su economía—. Aunque es bastante desafortunado que muchos Gobiernos europeos —particularmente Bélgica, Francia, Grecia, Italia, Portugal y España— se hayan visto limitados en sus acciones para proteger a sus consumidores y sus negocios del shock económico, resulta esperanzador y digno de mención el que la clase política alemana haya estado dispuesta a actuar de una manera tan agresiva en respuesta a la crisis. Contrasta fuertemente con su comportamiento en las últimas décadas y podría quizás ser el comienzo de un enfoque más ilustrado a la política económica.[10]

Una consecuencia inmediata fue que el gasto alemán en importaciones del resto del mundo cayó menos que el gasto del extranjero en exportaciones alemanas; el efecto neto sustrajo 1,1 puntos porcentuales de la producción doméstica total en 2020. En Italia, donde el Gobierno fue incapaz de gastar tanto, las importaciones cayeron más que las exportaciones, el resultado de lo cual fue que la balanza comercial impulsó la economía casi un 1 por ciento adicional.[11]

Aún más importante es el que los líderes de los veintisiete Estados miembros —liderados por el Gobierno alemán— acordaron que la Comisión Europea asumiese una deuda a su favor de 750.000 millones de euros, y gastar parte de ese dinero en planes de rescate colectivos. Aunque esas cantidades son pequeñas en relación con la magnitud del daño provocado por el coronavirus, el acuerdo es significativo porque es la primera vez que los jefes de gobierno europeos han acordado endeudarse conjuntamente para realizar proyectos comunes. Si funciona y se convierte en un precedente, la creación del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia podría ser el comienzo de la transición de la Unión Europea a algo mayor que la suma de sus partes. En lugar de unos conflictos inacabables por dinero entre el norte y el sur, o el este y el oeste, los europeos tendrían finalmente los medios para trascender sus diferencias y poder vivir mejor.[12]

Esto nos lleva a otro punto esencial de nuestro libro: la prosperidad no es un recurso escaso. Las sociedades no tienen éxito a costa de otros. Gracias a que todo está conectado a través del comercio y las finanzas, más producción y más consumo son, en última instancia, algo mejor para todo el mundo. El renacimiento de China tras el final del maoísmo no suponía necesariamente la desposesión de la clase media estadounidense, al igual que la liberación e integración de la Europa central y del este en Occidente no suponía obligatoriamente que los trabajadores de Francia, Alemania o Italia tuviesen que experimentar menores salarios, mayor desempleo y mayor deuda. Más bien fueron consecuencia de elecciones tomadas en todo el mundo por parte de los ricos, de las empresas que controlan y de los líderes políticos en los que influyen. El resultado perverso de estas decisiones es que nosotros, como especie, hemos vivido por debajo de nuestros medios durante décadas —reduciendo la tarta económica mundial— mientras más y más personas se han convencido de que deben sufrir personalmente para seguir siendo competitivas en los mercados globales.

Las buenas noticias son que estos argumentos han ganado popularidad desde que apareció este libro en mayo de 2020. Ya sea el presidente del Banco Central neerlandés, que advirtió de que «los trabajadores están recibiendo un trozo cada vez más pequeño de la tarta económica» y pidió «reformas que den a las familias más capacidad de gasto, para que puedan aumentar sus importaciones y reducir sus superávits comerciales»; los funcionarios del Partido Comunista Chino, que piden una «reforma del lado de la demanda» para redistribuir más ingresos a los trabajadores, o el nuevo presidente estadounidense, que hizo campaña a favor de apoyar a los productores estadounidenses no por medio de aranceles, sino de un incremento en el gasto gubernamental, parece que hay una sensación creciente de que el consenso prepandemia en economía política puede —y debe— ser revisado. Esperamos que la publicación de esta edición en rústica ayude a expandir aún más estas ideas.[13]

■

[8] OCDE, «Quaterly National Accounts», https://stats.oecd.org/viewhtml.aspx?datasetcode=QNA&lang=en.

[9] Matthew C. Klein, «China’s Economy Did Well in 2020. The US Did Not, but It’s Better Off. Here’s Why», Barron’s, 20 de enero de 2021,

https://www.barrons.com/articles/chinas-economy-did-well-in-2020-the-u-s-economy-did-not-but-its-betteroff-heres-why-51611176401.

[10] Julia Anderson, Enrixo Bergamini, Sybrand Brekelmans, Aliénor Cameron, Zsolt Darvas, Marta Domínguez Jiménez, Klaas Lenaerts y Catarina Midoes, «The Fiscal Response to the Economic Fallout from the Coronavirus», Bruegel, 24 de noviembre de 2020, https://www.bruegel.org/publications/datasets/covid-national-dataset/; Ernie Tedeschi, «Global Fiscal: US Dominates Core Fiscal Stimulus, Euro Area Relies More on Auto Stabilizers, Loans, and Deferrals», Evercore ISI, 5 de mayo de 2020. Datos actualizados a 29 de enero de 2021.

[11] Destatis, «Gross Domestic Product Down 5.0% in 2020», nota de prensa n.º 020 de 14 de enero de 2021, https://www.destatis.de/EN/Press/2021/01/PE21_020_811.htlm, e Istat, «Gross Domestic Product, Expenditure Components and Contribution to GDP Growth», http://dati.istat.it/?lang=en.

[12] Krzysztof Nankowski, Marien Ferdinandusse, Sebastian Hauptmeier, Pascal Jacquinot y Vilém Valenta, «The Macroeconomic Impact of the Next Generation EU Instrument on the Euro Area», European Central Bank Occasional Paper Series n.º 255, enero de 2021, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op255~9391447a99.en.pdf.

[13] Klaas Knot, «Emerging from the Crisis Stronger Together: How We Can Make Europe More Resilient, Prosperous and Sustainable», conferencia HJ Schoo impartida por Klaas Knot, Ámsterdam, 1 de septiembre de 2020, https://www.bis.org/review/r200922c.pdf; Ken Moak, «China's Demand-side Reforms Could Sustain Long-term Economic Growth», China Daily, 24 de diciembre de 2020, http://www.chinadaily.com.cn/a/202012/24/WS5fe4346ba31024adoba9e1a4.htlm y «The Biden Plan to Ensure the Future Is "Made in All of America" by All of America's Workers», https://joebiden.com/made-in-america/.

Prefacio a la

edición española

Escribimos este libro porque estábamos asustados. La paz y la prosperidad no es el estado natural del ser humano, sino más bien logros que deben ser protegidos y mantenidos. Las personas están dispuestas a hacer cosas terribles si creen que el futuro será peor que el pasado.

Desgraciadamente, demasiadas élites en demasiados lugares han dejado de contribuir al sostenimiento del orden social en las últimas tres décadas. En lugar de construir una economía global duradera en la que las ganancias sean repartidas ampliamente, decidieron explotar las oportunidades creadas por la caída de la Unión Soviética para quedarse con todo lo que pudiesen. Aunque los niveles de vida aumentaron en las naciones liberadas, también lo hizo la desigualdad en muchas partes del mundo a medida que los ricos y las empresas que controlaban se quedaban con pedazos cada vez mayores de la renta a costa de los trabajadores y los jubilados. Algunos de estos pudieron mantener su poder adquisitivo endeudándose, pero ello resultó insostenible y terminó en nuevas crisis.

Aunque el mundo evitó una repetición de la Gran Depresión en 2007-2009, las dolorosamente lentas recuperaciones que siguieron a las caídas iniciales del PIB fueron casi tan dañinas. En vísperas de la pandemia, los ingresos globales eran un 17 por ciento menores de lo que esperaba el Fondo Monetario Internacional en su previsión de otoño de 2007.[14] La pérdida total a lo largo de todo el periodo fue de decenas de billones de dólares. Fue una catástrofe que arruinó vidas y dio poder a demagogos.

Nuestro temor, mientras terminábamos el manuscrito de la primera edición de enero de 2020, se debía a que muy pocas cosas habían cambiado. Puede que la concentración de la riqueza no haya ido a peor en la mayoría de las principales economías, pero los desequilibrios fundamentales que identificamos entre el gasto, la producción y la deuda seguían en pie. El mundo estaba aún en peligro, sobre todo por el desastre generado por un estancamiento prolongado. En el peor

de los casos, se produciría una «quiebra del orden económico y financiero internacional» que recordaría al caos de la década de 1930.

A pesar del temor, también teníamos esperanza. Había solución a los problemas que habíamos identificado. Esa solución podría ser política e intelectualmente compleja, pero su existencia significaba que el mundo no estaba condenado a la guerra o la revolución. Quedaba espacio para tomar otras decisiones, y es por ello que terminamos el libro recordando a los lectores que los tipos de reformas por los que abogábamos ya se habían hecho antes, después de la Segunda Guerra Mundial. Nuestro objetivo era lograr algo similar sin la violencia que lo precedió.

Los años trascurridos desde entonces han vindicado tanto nuestros temores como nuestras esperanzas.

El coronavirus surgió casi inmediatamente después de que terminásemos nuestro manuscrito. Desde entonces ha matado a decenas de millones de personas, y muchos supervivientes han sufrido daños orgánicos a largo plazo. La economía global atravesó una convulsión sin precedentes mientras trabajadores y consumidores intentaban evitar contagiarse. La actividad empresarial cayó entre un 20 y un 30 por ciento en unas pocas semanas. El peligro era que esto llevase a despidos masivos, quiebras, ejecuciones hipotecarias y desahucios. La crisis financiera global de 2007-2009 habría parecido un mero accidente en comparación.

Afortunadamente, los responsables financieros y económicos de las principales economías lo hicieron mucho mejor que los responsables de gestionar la emergencia de salud pública. Globalmente, los Gobiernos gastaron once billones de dólares para apoyar la economía y luchar contra el virus, además de proporcionar otros seis billones de dólares en garantías crediticias para las empresas.[15]

Este apoyo no se distribuyó equitativamente. En un extremo estaba Estados Unidos, que fue tan generoso que la riqueza y la renta de los hogares crecieron durante la pandemia, mientras que la pobreza disminuyó (alrededor de la mitad del gasto público directo global para apoyar la economía vino del Gobierno federal estadounidense). Puede que los estadounidenses dejasen de ir al dentista, hacer películas o salir a cenar, pero hicieron todo lo posible para compensar todo ello reformando sus cocinas, derrochando en gimnasios caseros y equipando sus

puestos de trabajo remotos. Los consumidores estadounidenses compraron un 5 por ciento más de bienes físicos en 2020 que en 2019, mientras que la inversión en construcción y renovación de viviendas subió un 7 por ciento. A pesar de ello, la producción industrial estadounidense fue un 6 por ciento menor en 2020 que en 2019, mientras que las exportaciones estadounidenses fueron un 13 por ciento menores, lo que ayuda a explicar por qué la producción económica total cayó un 3 por ciento.[16]

El problema era que el enfoque estadounidense era casi único. Aunque los Estados miembros de la Unión Europea acordaron eventualmente una financiación conjunta de un fondo común de seguro de desempleo y un fondo común de inversión,[17] los Gobiernos de muchos países europeos, especialmente aquellos que habían sufrido más durante la anterior década de crisis, creyeron que no se podían permitir ser demasiado generosos en su apoyo a los consumidores y las empresas.

Pero fue el Gobierno chino el que demostró ser el más tacaño de todos. No se pagó a las empresas para que mantuviesen los empleos, como se hizo en Australia, Canadá, el Reino Unido y gran parte de la Europa continental. Los centenares de millones de trabajadores de las ciudades costeras de China que habían migrado desde el campo eran inelegibles para el mísero subsidio de desempleo del país. Ni el Gobierno provincial ni el central dieron un paso adelante para compensar los agujeros del estado del bienestar, como se hizo en Estados Unidos. Enfrentados con la amenaza de morirse de hambre, decenas de millones de personas regresaron a sus lugares de origen para vivir como agricultores de subsistencia.

No obstante, el Gobierno chino no fue completamente pasivo. El gasto en infraestructuras se multiplicó a base de préstamos baratos por parte de bancos estatales, mientras que esos mismos prestamistas compraron moneda extranjera para abaratar el yuan y apoyar a los exportadores chinos. El resultado de esta inusual mezcla de políticas orientadas a la empresa fue que la producción total de China acabó siendo más de un 2 por ciento mayor en 2020 que en 2019, aunque el gasto de los consumidores en bienes fue un 4 por ciento menor. Para compensar la caída en el consumo de los hogares se produjo un aumento de la construcción residencial (un 8 por ciento), la inversión en infraestructuras (un 5 por ciento) y las exportaciones industriales (un 4 por ciento).[18]

Estas respuestas de Estados Unidos y China no se restringieron a ambas

naciones. Las dos políticas tuvieron un impacto sustancial sobre el resto del mundo porque ambos países son parte de un sistema más amplio y conectado. La reticencia del Gobierno chino a apoyar a sus propios consumidores significaba que dependía en la práctica de consumidores extranjeros para preservar los empleos y los ingresos de los chinos —un enfoque que funcionó tan bien como lo hizo solo porque el Gobierno estadounidense estaba enviando agresivamente dinero a los consumidores estadounidenses sin límite sobre dónde y cómo gastarlo—. La respuesta de China habría tenido unas implicaciones muy diferentes para las economías china y global si la respuesta de Estados Unidos hubiese sido diferente, y lo mismo puede decirse de Estados Unidos. Los distintos enfoques explican por qué los dos países han tenido recuperaciones tan radicalmente distintas a pesar de experimentar una crisis económica similar cuando el virus golpeó por primera vez.

Para sobresimplificar solo ligeramente, tanto el Gobierno chino como los consumidores estadounidenses —estos últimos, financiados por el Gobierno federal— apoyaron a los productores chinos, incluso aunque los consumidores chinos recortaban su gasto a costa de los industriales extranjeros. El efecto neto fue un incremento masivo del déficit comercial de Estados Unidos que fue casi perfectamente igualado por un incremento masivo del superávit comercial de China. Si Estados Unidos y el resto del mundo hubiesen respondido al impacto económico del COVID-19 como lo hizo China, el resultado más probable habría sido un aumento del desempleo global, con una crisis especialmente severa en la propia China. Cuando el mundo sufre una caída repentina de la demanda de bienes y servicios, las políticas que fomentaban la producción son solo efectivas si se equilibran por otros países en lugar de apoyar el gasto de consumo adicional.

A comienzos de 2021, cuando escribimos un nuevo prefacio para la edición en rústica de este libro, éramos cautelosamente optimistas acerca del mundo pospandemia. La aguda emergencia sanitaria terminaría pronto gracias a las promesas de vacunaciones en masa y al desarrollo de potentes medicamentos antivirales. Las ganancias en productividad obtenidas con mucho esfuerzo significaban que había mucho espacio para un crecimiento rápido. Y los Gobiernos de todo el mundo —algunos de los cuales eran aconsejados por personas que habían leído Las guerras comerciales son guerras de clase— pedían ambiciosos programas de inversión pública en materias que iban desde la electrificación hasta el cuidado infantil. Parecía que volvía la socialdemocracia.

En gran medida, nuestro optimismo estaba justificado. Poco después de que los demócratas ganasen las elecciones al Senado de Georgia en enero de 2021, aprobaron el Plan de Rescate Americano, por valor de 1,9 billones de dólares. Coincidiendo casi exactamente con la «gran reapertura» impulsada por las vacunas, el empujón al poder adquisitivo de los consumidores estadounidenses —concentrado en el extremo inferior de la distribución de ingresos— fue tan masivo que la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico estimó que impulsaría la tasa de crecimiento mundial en más de un punto porcentual. Aunque la mayoría de los beneficios serían para Estados Unidos, se preveía que el resto del mundo también mejoraría sustancialmente a medida que sus empresas vendiesen más bienes y servicios a los estadounidenses.[19]

Otras sociedades —especialmente, Canadá, China, Europa y Japón— podían haber seguido el ejemplo de Estados Unidos, pero decidieron no hacerlo. La consecuencia más obvia fue que su recuperación fue más lenta en comparación con este. De hecho, Estados Unidos tuvo un crecimiento tan intenso que estaba produciendo más bienes y servicios a finales de 2021 que en la previsión de la OCDE de noviembre de 2019 —y eso a pesar de una respuesta relativamente mala de salud pública y una crisis inicial relativamente profunda—. Todas las otras principales economías estaban mucho peor en comparación a lo que se esperaba antes de la pandemia.[20]

El corolario fue que el déficit comercial de Estados Unidos continuó creciendo porque la robusta demanda estadounidense de importaciones no vino acompañada de una demanda extranjera de exportaciones estadounidenses. La diferencia fue financiada pidiendo prestado a ahorradores del resto del mundo a intereses cercanos a cero. En otras palabras, los consumidores de fuera de Estados Unidos se vieron empujados por sus Gobiernos a vivir por debajo de sus medios, sin recibir nada a cambio. El mundo está peor de lo que podría haber estado.

Las buenas noticias eran que estos desequilibrios eran fundamentalmente distintos de los que precedieron a la crisis financiera de 2007-2009. A diferencia de entonces, los consumidores y empresas estadounidenses en 2021 estaban siendo protegidos por su Gobierno de los costes de malas políticas en el resto del mundo. Aún mejor, otras grandes economías parecían estar aprendiendo de la experiencia pospandémica de Estados Unidos, y estaban listas para unirse a este en 2022. La excepción más notable era China, donde el Gobierno había decidido acabar con los excesos del mercado inmobiliario sin proporcionar ningún ingreso

compensador a los trabajadores y consumidores del país.

Antes de convertirse en el primer ministro de Japón, Kishida Fumio había hecho campaña por el liderazgo del gobernante Partido Liberal Democrático defendiendo una redistribución de la renta que diese a los consumidores más dinero para gastar. Aunque su predecesor, Abe Shinzo, había presidido un periodo de impresionante crecimiento de la economía japonesa, las ganancias se habían manifestado principalmente en forma de mayores beneficios empresariales y no tanto en salarios mayores para los trabajadores o mayor gasto de los consumidores. Desde que asumió el poder, Kishida ha impulsado cambios fiscales favorables a los trabajadores e incrementos masivos del gasto para apoyar a los consumidores, especialmente a los padres jóvenes.[21]

Europa también parecía estar moviéndose en la misma dirección. En febrero de 2021, Mario Draghi se convirtió en primer ministro de Italia y rápidamente firmó un acuerdo con Francia comprometiéndose a una cooperación más estrecha. Desde entonces, los dos Gobiernos han pedido que la inversión pública quede exenta de las onerosas reglas europeas sobre la deuda pública y los déficits. Mientras tanto, las elecciones neerlandesas de marzo resultaron en una nueva coalición de gobierno comprometida con un aumento del gasto social y de las inversiones verdes sin prestar atención a los límites de deuda y déficit del bloque. Hacia el verano, quedó claro que Alemania sería gobernada por una coalición liderada por los socialdemócratas, que estaban deseosos de revertir el daño causado por dos décadas de austeridad presupuestaria. Parecía cada vez más probable que los europeos tendrían finalmente los medios de trascender sus diferencias y hacer que todos sus residentes viviesen mejor.[22]

A pesar de estas razones para el optimismo, no todo iba bien. Un argumento central de este libro es que la prosperidad no es un recurso escaso, porque un aumento del consumo favorece más producción en un círculo virtuoso. Pero el boom de crecimiento que siguió a la gran reapertura fue en ocasiones acompañado de escaseces e inflación. La producción aumentó, pero no lo suficiente, al menos para ciertas mercancías.

Parte del problema fue que las decisiones realizadas en lo peor de la crisis de cerrar fábricas, cancelar órdenes de componentes críticos, desmantelar el gasto en mantenimiento e inversión y empujar a trabajadores cualificados a la jubilación anticipada dejaron a las empresas mal preparadas para el rápido rebote en el gasto de los consumidores. Estas cuestiones eran especialmente agudas en

el caso de la fabricación de vehículos de motor, petróleo y gas y carne envasada y en el transporte aéreo, que eran asimismo los sectores industriales que más contribuyeron a los excesivos aumentos de precios en 2021.

El otro problema fue que la combinación de bienes y servicios demandados por los consumidores cambió de manera muy violenta en un lapso de tiempo muy corto. No se les pidió a las empresas en su conjunto que produjesen más —el gasto global real en consumo estaba muy por debajo de lo que se había predicho antes de la pandemia—, pero algunas empresas estaban enfrentándose a una demanda de los consumidores sin precedentes mientras otras estaban luchando para mantener sus pedidos. Más aún, nadie sabía si estaban experimentando un beneficio extraordinario puntual, en cuyo caso sería un error invertir más, o si había habido cambios fundamentales en lo que debía producirse. Muchas compañías decidieron obtener beneficios en lugar de planear para cuando volviese a haber crecimiento.

Esto también tuvo implicaciones para el mercado laboral. Decenas de millones de trabajadores cambiaron de empleo, más de una vez. Aquellas empresas a las que les iba francamente bien, como las de los servicios de almacenamiento y reparto, aumentaron sus salarios para conseguir sus objetivos de personal. Otros sectores —especialmente, los que habían sido fuertemente golpeados por la pandemia, como enfermería, cuidados de la infancia y hospitales— se las vieron y se las desearon para retener a sus trabajadores sin ofrecer grandes aumentos salariales. Los jefes de todo el mundo se quejaban de escasez de trabajadores al mismo tiempo que los trabajadores, especialmente aquellos en los extremos más bajos de la escala de ingresos, experimentaban sus mayores aumentos salariales en una generación.

Con el tiempo, estas fuerzas inflacionistas se habrían esfumado por sí solas. Los precios y los salarios podrían haber sido mayores que antes, lo que supondría un coste puntual de la pandemia, pero la tasa de crecimiento de los precios probablemente se habría normalizado sin la necesidad de una crisis económica que dañase desproporcionadamente a los trabajadores. Cuando entrábamos en 2022, nuestra esperanza era que la gente corriente de gran parte del mundo consolidase sus bien merecidas mejoras económicas.

Y entonces Rusia invadió brutalmente Ucrania. Más allá de la pérdida de vidas y de la destrucción de hogares, empresas e infraestructuras ucranianas, la guerra trastornó el comercio de mercancías vitales, desde fertilizantes a paladio y neón.

Los europeos dejaron de comprar gas natural y combustible diésel a Rusia, poniendo así una extraordinaria presión en los suministradores y sus clientes en sitios tan lejanos como Australia, China y Estados Unidos. La amenaza de una hambruna masiva, temida desde comienzos del conflicto debido a la importancia global del trigo del mar Negro, fue evitada solo gracias a las inesperadas buenas cosechas en Latinoamérica y Australia. La decisión del Gobierno chino de reimponer confinamientos draconianos para controlar las últimas variantes del coronavirus ha reducido la presión global sobre la energía y las mercancías industriales, pero solo a un coste severo para el pueblo chino.[23]

La guerra que empezó después de que nuestro libro fuera publicado no era el tipo de guerra que nosotros temíamos. Más aún, el escenario que nos preocupaba —el debilitamiento de la Alianza Atlántica en medio de crecientes tensiones tanto entre los estadounidenses y los europeos como entre los propios europeos — no se produjo. Las diferencias que pudiesen existir eran insignificantes en comparación con el peligro planteado por la agresión rusa. A un coste considerable para sus propias empresas, los aliados, incluyendo grandes democracias asiáticas como Japón, Corea del Sur y Taiwán, acordaron rápidamente un conjunto sin precedentes de sanciones financieras y controles de exportación para paralizar la industria militar rusa.

Las sanciones no impidieron que los rusos vendiesen muchas de sus exportaciones, especialmente petróleo y gas natural, a clientes del resto del mundo. Eso fue una decepción para aquellos observadores que creían firmemente que la capacidad de ganar dólares y euros es necesariamente una fuente de fortaleza económica. Pero las sanciones fueron muy efectivas en impedir que los rusos usasen sus ganancias en divisas para importar componentes y piezas críticas, sin las cuales no podrían reemplazar sus pérdidas de equipo en el campo de batalla.

Las exportaciones, como explicamos en este libro, no son fines en sí mismos, sino el precio que cada sociedad debe pagar por el privilegio de importar bienes y servicios del exterior. Aunque a algunos críticos se les escapó este matiz, los rusos lo entendieron a la perfección. Es por ello que, al final, respondieron a las sanciones impuestas por los aliados con restricciones sobre sus propias exportaciones de mercancías valiosas, yendo incluso tan lejos como para bloquear el transporte terrestre de mercancías desde países neutrales, como el carbón desde Kazajistán.[24]

La guerra podría también tener un efecto saludable en las políticas europeas, especialmente en Alemania. Los compromisos pasados con la rectitud presupuestaria fueron abandonados rápidamente para hacer sitio a más gasto en defensa. El ministro de Finanzas alemán rechazó a sus opositores domésticos preocupados por el déficit diciendo que este gasto extra era «una inversión en nuestra libertad».[25] Mientras tanto, cargos públicos en países que habían sido más sensatos acerca de sus suministradores de energía, como Francia y España, se encontraron repentinamente en la novedosa posición de dar lecciones a sus colegas alemanes sobre las consecuencias de unas políticas irresponsables. Una escasez reciente —o, al menos, unos precios elevados— de la electricidad y el gas natural podría provocar una revisión de las normas presupuestarias europeas para facilitar una mayor inversión en fuentes de energía alternativas, incluyendo la energía nuclear.

Mientras escribo esto, a finales de 2022, el gran peligro actual es que los responsables de las principales economías sobrerreaccionen al incremento temporal de los precios atribuible a la pandemia y a la guerra. Los trabajadores de muchos países ya están sufriendo como consecuencia del aumento de los precios de los alimentos y la energía. Lo último que necesitamos es una respuesta política diseñada para revertir sus mejoras salariales amenazándolos con pérdidas de empleo. Desgraciadamente, este parece ser el enfoque preferido de los políticos en gran parte del mundo —con la admirable excepción de Japón —.

Si los responsables políticos tienen éxito en aplastar el gasto e incrementar el desempleo, probablemente aliviarán algunas escaseces y presiones inflacionarias. Pero el coste será severo. Las empresas volverán a aprender, una vez más, que no tiene sentido invertir para el crecimiento, porque los políticos ahogarán cualquier boom antes de que esas inversiones tengan la posibilidad de ser rentables. Los fabricantes de semiconductores ya han cancelado decenas de miles de millones de dólares de planes de gasto de capital en 2022, a medida que empieza a estar claro cómo piensan enfrentarse los políticos al desabastecimiento que había emergido en 2020 y 2021.[26] Los trabajadores aprenderán, de nuevo, que no se les permitirá aumentar su porcentaje de la renta nacional sin convertirse en enemigos del Estado.

Como explicamos en este libro, las décadas anteriores a la pandemia se caracterizaron por sistemáticos déficits de gasto. Unas distribuciones de ingresos sesgadas suprimieron la demanda y generaron conflictos sobre quién podría

obtener ingresos en un mercado estancado. Los conflictos internacionales sobre desequilibrios de mercado eran síntomas de este problema fundamentalmente global. Aunque el boom de 2021 dio pistas acerca de cómo el mundo podía escapar de esta trampa, la voluntad de volver a las viejas recetas en 2022 implica que no hay todavía un consenso intelectual y político en torno a ello. Las circunstancias han cambiado dramáticamente desde que finalizamos el manuscrito original, pero el mensaje de Las guerras comerciales son guerras de clase sigue siendo tan relevante como siempre.

M

ATTHEW

C. K

LEIN

,

noviembre de 2022

■

[14] FMI, «Historical Economic Outlook Forecast Database», https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/data/WEOhistorical.xlsx.

[15] FMI, «Fiscal Policies in Response to Covid-19 Database».

[16] Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos, «National Income and Product Accounts», tablas 1.5.3 y 2.6; Consejo de la Reserva Federal, «Financial Accounts», tabla L. 101; Consejo de la Reserva Federal, «Industrial Production and Capacity Utilization».

[17] Comisión Europea, «Report on the European Instrument for Temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency (SURE) following the COVID19 outbreak pursuant to Article 14 of Council Regulation (EU) 2020/672», 22 de septiembre de 2021,

https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/sure_one_year_on.pdf; Comisión Europea, «Recovery Plan for Europe», https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_en.

[18] Oficina Nacional de Estadística (China), «Households' Income and Consumption Expenditure, 2020», 19 de enero de 2021, https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202101/t20210119_1812523.htlm.

[19] Matthew C. Klein, «The Global Recovery Is Made in the U.S.A. We're Better Off For It», Barron's, 12 de marzo de 2021, https://www.barrons.com/articles/theglobal-recovery-is-made-in-the-u-s-a-were-better-off-for-it-51615585501.

[20] Matthew C. Klein, «What Should We Do About Inflation? (Part 1)», The Overshoot, 14 de junio de 2022, https://theovershoot.co/p/what-should-we-do-about-inflation.

[21] Matthew C. Klein, «Fumio Kishida's 'New Capitalism' Might Be Just What the Country Needs», The Overshoot, 8 de octubre de 2021, https://theovershoot.co/p/fumiokishidas-new-japanese-capitalism.

[22] Matthew C. Klein, «The Overshoot's 2021 Year in Review», The Overshoot, 24 de diciembre de 2021, https://theovershoot.co/p/the-overshoots-2021-year-in-review.

[23] Matthew C. Klein, «Beijing is Tanking the Domestic Economy —And Helping the World», Financial Times, 16 de agosto de 2022, https://www.ft.com/content/3ac0e731-ce11-4f1d-94fa-deda8b27322c.

[24] Matthew C. Klein, «On the Russian Oil Sanctions», The Overshoot, 2 de junio de 2022, https://theovershoot.co/p/russia-sanctions-update-april-imports; Vasily Milkin y Ksenia Potaeva, «Ministry of Energy Proposes to Ban the Transit of Kazakh Coal», Vedomosti, 2 de noviembre de 2022, https://www.vedomosti.ru/business/2022/11/03/948673-minenergo-predlagaet-zapretit-tranzit-kazahstanskogo-uglya.

[25] Reuters, «Germany's hike in defense spending will be financed by debt - minister», Financial Post, 27 de febrero de 2022, https://financialpost.com/pmn/business-pmn/germanys-hike-in-defense-spending-will-be-financed-by-debt-minister.

[26] Mark Gurman y Debby Wu, «Intel is Planning Thousands of Job Cuts in Face of PC Slump», Bloomberg, 11 de octubre de 2022, https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-10-11/intel-is-planning-thousands-of-job-cuts-in-face-of-pc-slowdown; Ben Blanchard y Sarah Wu, «TSMC cuts capex on tool delays, demand woes: cautious on outlook», Reuters, 13 de octubre de 2022, https://www.reuters.com/technology/tsmc-q3-profit-jumps-80-beats-market-expectations-2022-10-13/; Sohee Kim, «SK Hynix Cuts Capex in Half with 'Unprecedented' Demand Drop», Bloomberg, 25 de octubre de 2022, https://finance.yahoo.com/news/sk-hynix-halve-2023-capital-231425173.html.

Agradecimientos

Este libro es un proyecto conjunto entre dos autores que viven a seis mil millas de distancia —un acuerdo genuinamente transpacífico entre San Francisco y Pekín—. Aunque el producto final es nuestro, gran parte del mismo se ha beneficiado de las ideas y el talento de otros. Como muchas otras cosas en la moderna economía global, nuestro libro no habría sido posible sin las contribuciones de muchas personas de todo el mundo.

Matt querría empezar agradeciendo a los maestros que le enseñaron a escribir y pensar críticamente mucho antes de entrar en el periodismo, especialmente, a Earl Bell, Ted Bromund, David Bromwich y Donald Kagan. Su influencia ha sido inestimable a lo largo de su carrera. Matt también querría agradecer a sus antiguos colegas de Bridgewater por enseñarle economía y finanzas, así como por introducirle a los escritos de Michael sobre China y la balanza de pagos.

Michael querría agradecer a los brillantes estudiantes de su seminario sobre bancos centrales en la Universidad de Pekín, con los cuales discutió estas y otras cuestiones muchas veces y que le obligaron a comprender las cuestiones básicas.

Matt querría agradecer a la Fundación Marjorie Deane de Periodismo Financiero por facilitarle sus primeros pasos como escritor mediante una beca en The Economist. Tuvo la fortuna de tener muchos mentores y editores excelentes a lo largo de los años, incluyendo a Ryan Avent, Clive Crook, Cardiff Garcia, James Greiff, Brian Hershberg, Greg Ip, Izabella Kaminska, Zanny Minton-Beddoes y Robert Sabat. Matt querría agradecer especialmente a Sebastian Mallaby, que, hace casi una década, contrató a Matt como ayudante de investigación para trabajar en una biografía de Alan Greenspan. Sebastian fomentó las ambiciones de Matt en una época en la que convertirte en escritor parecía la peor forma de ganarte la vida. Siempre ha sido una valiosa fuente de consejos sobre decisiones profesionales —especialmente la decisión de escribir este libro—.

Preparar la propuesta y encontrar al editor adecuado no ha sido fácil. Además de a Sebastian, agradecemos a Tim Harford, Anna Pitoniak, Reiham Salam, Amir Sufi y Martin Wolf, que fueron increíblemente generosos con sus sugerencias y

sus contactos personales.

Ha sido un placer trabajar con Yale University Press. Nos gustaría agradecer a Seth Dilchik, Laura Jones Dooley, Dorothea Halliday, Kristy Leonard, Karen Olson y Margaret Otzel su apoyo y su consejo a todo lo largo del proceso. Agradecemos también al revisor anónimo, que proporcionó útiles sugerencias para mejorar el manuscrito. Bill Nelson transformó la hoja de cálculo de Matt en elegantes ilustraciones.

Muchas de las ideas de este libro son el producto de conversaciones con otras personas. Aunque muchos han contribuido a nuestro pensamiento, agradecemos especialmente a Robert Aliber, Kenneth Austin, Ed Conway, sobre Bretton Woods; Brad Delong, Niall Ferguson, Jacob Feygin, Marcel Fratzscher, sobre Alemania; a Cardiff Garcia, al embajador Jorge Guajardo, a Stephanie Kelton, al formidable veterano de Wall Street Robert Kowit, a George Magnus, Sebastian Mallaby, Atif Mian, Julio Mota, Christian Odendahl, Zoltan Pozsar, Dani Rodrik, Reihan Salam, Martin Sandbu, Srinivas Thiruvadanthai, Adam Tooze, Kelle Tsai, sobre los bancos informales en China; a Ángel Ubide, Duncan Weldon, Martin Wolf y Gabriel Zucman.

Brad Setser y Harry X. Wu también nos proporcionaron generosamente sus datos sobre el comercio manufacturero, la acumulación global de reservas externas y la productividad china. Durante nuestras muchas reuniones en la oficina del Fondo Monetario Internacional en Pekín, nuestro anfitrión, Alfred Shipke, junto con Logan Wright, Rodney Jones y Chen Long, pasaron horas dándose y quitándose la razón sobre la evolución de la economía china, y de todas estas discusiones Michael tomó muchas de nuestras mejores ideas.

Las sugerencias y las críticas de Christian Odendahl y Adam Tooze mejoraron inmensamente el capítulo sobre Alemania y Europa. Cardiff Garcia y Sebastian Mallaby nos hicieron comentarios inestimables con respecto a la introducción, el capítulo sobre el papel del dólar en el sistema financiero global y las conclusiones. Ed Eyerman y un profesor de la Universidad de Pekín que prefiere permanecer en el anonimato leyeron todo el libro y nos ofrecieron valiosos consejos, y Shenglong Tian fue de gran ayuda revisión tras revisión. Los padres de Matt, Andrew y Lisa, y la esposa de Matt, Frances, leyeron todo el manuscrito, incluyendo múltiples versiones de determinadas secciones. Sus preguntas y correcciones fueron esenciales.

Uno de los temas de este libro es que las decisiones que se toman en un sitio tienen efectos inesperados en otros. Matt decidió trabajar en un libro sin reducir el tiempo que dedicaba a su trabajo diario, y Frances sufrió las consecuencias de tener un marido ocupado durante incontables noches, mañanas y fines de semana. Matt le agradece su comprensión y apoyo.

LAS GUERRAS comerciales son guerras DE CLASE

Cómo la desigualdad distorsiona la economía y amenaza la paz

«Allí donde la distribución de los ingresos es tal que permite a todas las clases de la nación convertir sus necesidades en una demanda efectiva de mercancías, no puede haber sobreproducción, ni subempleo del capital y del trabajo, ni necesidad de luchar por mercados extranjeros […]. La lucha por los mercados, la mayor impaciencia de los productores por vender que los consumidores por comprar, es la prueba manifiesta de esta falsa economía […]. La única seguridad de las naciones se encuentra en la remoción de los incrementos inmerecidos de ingresos de las clases poseedoras, y su adición a los salarios de las clases trabajadoras, para que puedan ser invertidos en incrementar los niveles de consumo».

John A. Hobson,
Imperialism: A Study (1902)

Introducción

Casi todo el mundo está conectado por el comercio y los sistemas financieros globales. Cuando compramos algo, vamos al trabajo o ahorramos, nuestras acciones afectan a miles de millones de personas a miles de millas de distancia —al igual que otras personas al otro lado del mundo nos afectan todos los días con sus decisiones mundanas—.

Aunque estos vínculos económicos tienen muchos beneficios, también pueden transmitir problemas de una sociedad a otra. Los que viven en un país son en ocasiones responsables por lo inasequible de la vivienda, las crisis de deuda, el desempleo y la polución en otro. El Gobierno chino persigue a los sindicalistas y ofrece préstamos bancarios baratos a los inversores inmobiliarios y los trabajadores industriales estadounidenses pierden sus empleos. Las empresas alemanas reducen los salarios y el Gobierno alemán recorta el gasto social y los españoles se encuentran con una burbuja inmobiliaria.

La tesis de este libro es que las crecientes desigualdades dentro de los países precipitan los conflictos comerciales entre ellos. Es este, en última instancia, un argumento optimista: no creemos que el mundo esté destinado a soportar un conflicto de suma cero entre naciones o bloques económicos. Los chinos y los alemanes no son el mal, ni tampoco vivimos en un mundo en el que los países solo pueden prosperar a costa de otros. Los problemas de las últimas décadas no tienen sus raíces en el conflicto geopolítico o en unos caracteres nacionales incompatibles. Han sido causados más bien por unas transferencias masivas de ingresos hacia los ricos y las empresas que estos controlan.

Las personas normales en todo el mundo están siendo privadas de poder adquisitivo —y engañadas por chovinistas y oportunistas para que crean que sus intereses son fundamentalmente incompatibles—. Un conflicto global entre clases económicas dentro de los países está siendo malinterpretado como una serie de conflictos entre países con intereses rivales. El peligro está en una repetición de la década de 1930, en la que la ruptura del orden económico y financiero internacional socavó la democracia y fomentó un nacionalismo virulento. Entonces, las consecuencias fueron la guerra, la revolución y el

genocidio. Afortunadamente, las cosas no son ni de lejos tan graves ahora como lo eran entonces. Pero esto no es una excusa para la complacencia.

La escalada en la disputa comercial entre los Gobiernos de China y Estados Unidos es la demostración más obvia de los riesgos. Entre 2002 y 2010, los votantes en circunscripciones al Congreso en las que muchas empresas fabricaban bienes que competían con las importaciones de China eligieron a representantes crecientemente extremistas —de izquierdas y de derechas—. Donald Trump, que se distinguía en parte de otros republicanos por su hostilidad al comercio y hacia China en particular, ganó en ochenta y nueve de los cien condados más afectados por la competencia de las importaciones chinas en las primarias republicanas de 2016. Algunas estimaciones muestran que habría perdido las elecciones generales si no hubiese sido por la radicalización inducida por la cuestión comercial de los votantes de Míchigan, Pensilvania y Wisconsin.[27]

Como presidente, Trump ha seguido por esa vía imponiendo aranceles punitivos a la mayor parte de las importaciones chinas, designando oficialmente a ese país como un «manipulador monetario» y bloqueando las inversiones chinas en las empresas estadounidenses. A diferencia de la mayoría de las otras políticas de Trump, el enfrentamiento con China acerca del comercio ha sido popular a lo largo de todo el espectro político estadounidense. Charles Schumer, el líder demócrata en el Senado, alabó los aranceles punitivos de 2018 porque «China es nuestro verdadero enemigo comercial» y «amenaza a millones de futuros trabajos estadounidenses».[28]

Este consenso político se basa en una verdad importante: las políticas del Gobierno chino antes de 2008 destruyeron millones de empleos estadounidenses e inflaron la burbuja de deuda inmobiliaria. Las cosas han mejorado algo desde entonces, pero la durabilidad de esta mejora es tenue, en el mejor de los casos, y el país sigue siendo una rémora para la economía global.[29]

Y, no obstante, no hay conflicto económico entre Estados Unidos y China como países. El pueblo chino no es el enemigo. Hay más bien un conflicto entre clases económicas dentro de China que se ha extendido a Estados Unidos. Las transferencias sistemáticas de riqueza de los trabajadores chinos a las élites chinas distorsionan la economía china estrangulando el poder adquisitivo y subsidiando la producción a costa del consumo. Eso, a su vez, distorsiona la economía global creando excedentes de bienes industriales y aumentando los

precios de las acciones, los bonos y los bienes inmuebles. El subconsumo chino destruye empleos en otros sitios, mientras que unos valores inflados de los activos llevan a los ciclos devastadores de booms, colapsos y crisis de deuda.

Las políticas de China no solo dañan a los estadounidenses, también a los trabajadores corrientes de China y a sus pensionistas. Los trabajadores chinos están mal pagados en relación con el valor de lo que producen y tienen que pagar demasiados impuestos. No pueden acceder a los bienes y servicios que deberían ser capaces de permitirse. Respiran aire contaminado y beben agua contaminada porque muchos funcionarios gubernamentales locales sitúan los intereses financieros de los políticamente bien conectados propietarios de empresas por encima del bienestar del público.

La inevitable consecuencia fuera de China es una combinación de caída del empleo y aumento de la deuda. Los estadounidenses han asumido gran parte de estos costes, gracias en parte a la colusión de los intereses empresariales estadounidenses con los de los políticos e industriales chinos.

Los aranceles y la retórica nacionalista no resolverán los desequilibrios de China, pero probablemente sí reforzarán la creencia equivocada —en ambos lados— de que China y Estados Unidos tienen intereses económicos incompatibles. Unos agravios legítimos mal manejados podrían amenazar la paz internacional sin ni siquiera solucionar los problemas subyacentes. Las guerras de clase ya están causando guerras comerciales, como lo hicieron en el pasado. Sería una tragedia si llevasen a algo peor.

Por otro lado, no hacer nada no es una opción. La economía china es demasiado grande como para que el resto del mundo acepte de manera pasiva las consecuencias de sus distorsiones internas. Podría resultar extraño pensar en las políticas económicas domésticas de China como sujeto legítimo para la diplomacia internacional, pero se trata de una implicación necesaria de las conexiones globales que vinculan a la humanidad. Convencer a las élites chinas de que permitan que los trabajadores chinos consuman una parte mayor de lo que producen es uno de los grandes desafíos políticos de nuestra era. Revertir las transferencias de los ciudadanos corrientes a los ricos a lo largo de los últimos treinta años está en el interés tanto de la población china como de la estadounidense.

Es mucho menos probable que la situación en Europa derive en una

confrontación militar, pero en cierta medida su confusión intelectual y sus patologías domésticas son incluso peores. A lo largo de los últimos años, Europa, no China, se ha convertido en la mayor amenaza a la economía mundial, y por razones similares: los Gobiernos, primero en Alemania y después en todo el continente, han aumentado los impuestos al consumo, desmantelado protecciones al mercado de trabajo y empujado a millones de personas a trabajos mal pagados a tiempo parcial. Como en China, los trabajadores europeos son cada vez más incapaces de permitirse comprar lo que producen. Desde comienzos de 2010, el gasto por hogar en la zona euro ha crecido apenas a la mitad de la tasa de la producción global.[30]

Aunque hay importantes diferencias entre China y Europa —por ejemplo, los europeos han recortado el gasto en infraestructuras hasta el punto en que los puentes y las carreteras se están volviendo inutilizables—, las similitudes son más importantes por cómo afectan a la prosperidad económica global. Hoy, el impacto global de las distorsiones internas en Europa es casi tan grande como el impacto de los desequilibrios de China en su momento álgido en vísperas de la crisis financiera de 2008.

Antes de 2012, Europa en su conjunto no mostraba desequilibrios en relación con el resto del mundo porque los desequilibrios domésticos dentro de ciertos países, especialmente Alemania, eran absorbidos por otros europeos, particularmente los países en crisis, como España, Grecia, Italia, Irlanda, Portugal y los países bálticos. Los alemanes consumían menos de lo que producían e invertían poco en su país, lo que generaba grandes superávits con el resto del mundo. Al mismo tiempo, españoles, griegos y otros experimentaban un boom, gastando mucho más de lo que ganaban y endeudándose para cubrir la diferencia. En los años anteriores a la crisis financiera global, España tenía el segundo mayor déficit comercial del mundo, solo detrás de Estados Unidos, mientras que Grecia, un país de solo once millones de habitantes, tenía el quinto mayor. Pero las patologías de Alemania —aumento de la desigualdad, depresión del consumo y subinversión sistemática— eran una anticipación de lo que le esperaba al resto del continente.[31]

Los nacionalistas han respondido avivando los prejuicios étnicos mientras permitían a las élites pasar por alto las cuestiones económicas fundamentales. Los políticos alemanes demandaron que el Gobierno griego pagase sus deudas —muchas de las cuales habían sido adquiridas por bancos alemanes durante el boom— vendiendo islas. Los tabloides fueron más allá y sugirieron la

liquidación de tesoros nacionales, como la Acrópolis de Atenas. El Gobierno griego respondió reviviendo antiguas demandas de reparaciones por las atrocidades nazis. En una fecha tan reciente como 2017, Jeroen Dijsselbloem, el entonces ministro de Finanzas neerlandés y presidente del Eurogrupo, culpó de la crisis a gente que «se gasta todo el dinero en bebida y mujeres y después pide ayuda».[32]

Que los tabloides realicen afirmaciones tan estúpidas ya es muy malo, pero que los políticos malinterpreten la crisis hasta el punto de que adjudiquen culpas por características nacionales no es solo irresponsable, sino erróneo. La crisis europea no fue originada por un conflicto entre alemanes fascistas y griegos deshonestos: se trataba de la distribución de los ingresos. Las políticas alemanas desarrolladas en respuesta a los shocks gemelos de la unificación y la liberación poscomunista del este de Europa transfirieron poder adquisitivo de los trabajadores y los jubilados a los ultrarricos, lo que a su vez obligó a los vecinos de Alemania a tolerar una combinación de creciente desempleo y elevado endeudamiento. El triste resultado fue que los líderes alemanes socavaron lo que debería haber sido una de las transformaciones más positivas de la época moderna: la creación de una Europa saludable y unificada. El peligro ahora es que Europa y Estados Unidos —las dos mayores economías del mundo— entren en una guerra comercial propia, socavando tanto la prosperidad global como la muy importante alianza entre las democracias mundiales.

Todo lo viejo vuelve a ser nuevo

Esta no es la primera vez que la economía global ha sido distorsionada por un aumento de la desigualdad. En muchos sentidos, la situación actual recuerda al mundo de finales del siglo XIX y comienzos del siglo XX. Entonces, la extremadamente desigual distribución de los ingresos en los países europeos ricos hacía que los trabajadores no pudiesen permitirse consumir todos los productos industriales que producían. Mientras tanto, los ricos tenían muchísimo dinero para invertir, pero carecían de oportunidades atractivas en casa. No tenía sentido construir más fábricas cuando los consumidores locales no podían comprar más bienes. Si la distribución de los ingresos hubiese sido más desigual, los trabajadores habrían tenido más poder adquisitivo y hubiesen sido capaces de

permitirse consumir todo lo que producían, mientras que los ricos lo habrían tenido más fácil para generar la rentabilidad que deseaban de sus inversiones.

Las élites de esa época rechazaron esa opción, pero también querían evitar que el desempleo aumentase hasta el punto de provocar revoluciones. Su solución fue traspasar su exceso de producción a mercados cautivos en el exterior. Extranjeros en posesiones imperiales y Estados cuasi independientes comprarían los bienes que los locales no podían permitirse y luego pagarían por los mismos pidiendo prestado a tipos de interés relativamente altos garantizados por ejércitos de ocupación y cañoneros. Los inversores británicos, franceses, neerlandeses y alemanes financiaron proyectos en Australia, Latinoamérica, Canadá, África, India, China y el sudeste asiático. También construyeron ferrocarriles y exportaron de todo, desde maquinaria a equipo militar y bienes de lujo. La conquista violenta fue la consecuencia lógica de las distorsiones macroeconómicas creadas por una extrema desigualdad.

Esto lo reconocían astutos observadores de la época. Según el economista y crítico social británico John A. Hobson, la necesidad de encontrar salidas para el «excedente de capital que no puede encontrar inversiones factibles dentro del país» era la explicación central del imperialismo estadounidense y europeo. El problema subyacente era un sistema económico y político que «ponía grandes excedentes en las manos de una plutocracia». La concentración de los ingresos dio a los ricos «un exceso de capacidad de consumo que no pueden usar» a coste de todo lo demás. Esto, en última instancia, es contraproducente, dado que «solo el consumo da vida al capital y lo vuelve capaz de generar beneficios». Los ahorradores ricos, por tanto, tenían que buscar «nuevas áreas para inversión y especulación rentables». Finalmente, esta búsqueda favoreció que unos poderosos intereses domésticos «colocasen una parte cada vez mayor de sus recursos económicos fuera del área de su actual dominio político, y que después estimulasen una política de expansión para hacerse con nuevos territorios».

Las buenas noticias eran que la combinación tóxica de desigualdad e imperialismo podría ser pacíficamente resuelta cambiando la distribución de los ingresos. «Los mercados domésticos —escribió Hobson— son capaces de una expansión infinita» en la medida en que «la “renta” o el poder para demandar mercancías estén distribuidos de manera apropiada» entre la gente. «No hay necesidad de abrir nuevos mercados externos», escribió Hobson, porque «todo lo que se produce en Inglaterra puede consumirse en Inglaterra».[33]

Hobson expuso este argumento en 1902. Nadie le hizo caso. Doce años más tarde, el mundo que describió fue destrozado por la Primera Guerra Mundial, aunque las dinámicas no cambiaron. En la década de 1920, los estadounidenses ricos eran la fuente del excedente, y fueron los europeos los que se vieron obligados a absorberlo. Más recientemente, Kenneth Austin, un economista del Departamento del Tesoro de Estados Unidos, señaló que las ideas de Hobson se podrían aplicar perfectamente a las actuales China, Japón y Alemania, con Estados Unidos actuando como el sumidero de los excedentes extranjeros. A finales del siglo XIX, en la década de 1920 y en la actualidad, el daño causado por unas distribuciones de ingresos extremadamente desiguales se ha extendido a otros países a través del comercio y los sistemas financieros globales.[34]

Hobson reconocía que todo el mundo —o casi todo el mundo— podía mejorar a través de transferencias de los ultrarricos a la gente corriente, especialmente en aquellos lugares donde la desigualdad es más extrema. También se dio cuenta de que una moderada redistribución dentro de las naciones podía resolver pacíficamente los conflictos económicos entre ellas. Desgraciadamente, sus ideas fueron ignoradas y olvidadas. También parecían innecesarias durante los años del boom de mediados del siglo XX. Pero los rápidos incrementos de la desigualdad y la profundización de los vínculos económicos que atraviesan las fronteras nacionales desde el final de la Guerra Fría han hecho que la sabiduría de Hobson sea más relevante que nunca. El desafío es intelectual (conseguir que la gente aprecie este punto de vista) y político (derrotar unos intereses arraigados que se benefician del statu quo).

Para comprender cómo funciona todo esto, resulta útil tener una perspectiva histórica acerca de cómo hemos llegado hasta aquí.

■

[27] David Autor et al., «Importing Political Polarization? The Electoral Consequences of Rising Trade Exposure», diciembre de 2017, NBER Working Paper, n.º 22.637; Bob Davis y Jon Hilsenrath, «How the China Shock, Deep and Swift, Spurred the Rise of Trump», Wall Street Journal, 11 de agosto de 2016; David Autor et al., «A Note on the Effect of Rising Trade Exposure on the 2016 Presidential Election», MIT Working Paper, rev. 2 de marzo de 2017.

[28] Demócratas del Senado, «Schumer Statement on New tariffs on Chinese

Imports», nota de prensa, 15 de junio de 2018, https://www.democrats.senate.gov/newsroom/press-releases/schumer-statement-on-new-tariffs-on-chinese-imports.

[29] Brad W. Setser, «The Continuing Chinese Drag on the Global Economy», CFR (blog), 18 de julio de 2019, https://www.cfr.org/blog/continuing-chinese-drag-globaleconomy.

[30] Eurostat, «GDP and Main Components (Output, Expenditure and Income)», https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=bop_c6_q&lang=en.

[31] FMI, «World Economic Outlook Database», abril de 2019, https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/01/weodata/index.aspx.

[32] «Verkauft doch eure Inseln, ihr Pleite-Griechen…und die Akropolis gleich mit!», Bild, 27 de octubre de 2010; Stefan Wagstyl, «Greeks Find Support for German Reparation Claims —in Germany», Financial Times, 17 de marzo de 2015; Mehreen Khan y Paul McLean, «Dijsselbloem under Fire after Saying Eurozone Countries Wasted Money on 'Alcohol and Women'», Financial Times, 21 de marzo de 2017.

[33] John A. Hobson, Imperialism: A Study, Nueva York: James Pott, 1902. Véase también Thomas Hauner, Branko Milanovic y Suresh Naidu, «Inequality, Foreign Investment, and Imperialism», Stone Center Working Paper 2017, para un análisis cuantitativo moderno de la tesis de Hobson.

[34] Kenneth Austin, «Communist China's Capitalism: The Highest Stage of Capitalist Imperialism», World Economics, enero-marzo de 2011, pp. 79-94.

01

De Adam Smith a Tim Cook

La transformación del comercio global

El comercio internacional solía ser algo sencillo. Costes de transporte altos y constricciones impuestas políticamente limitaban el flujo de bienes terminados y materias primas al otro lado de la frontera. A finales del siglo XVIII y comienzos del XIX, los pensadores británicos defendían la eliminación de aranceles y otras barreras para favorecer la especialización, mientras que los estadounidenses y los alemanes proponían proteger sus incipientes industrias para desarrollar unos mercados domésticos diversificados. El final de las guerras napoleónicas, el empleo en masa del motor de vapor y la invención del telégrafo llevaron a un boom del comercio hasta comienzos de la década de 1870 —que terminó con lo que algunos han denominado la primera crisis financiera global sincronizada, el Pánico de 1873—. Desde finales de la década de 1880 hasta la Primera Guerra Mundial, el imperialismo de finales del siglo XIX y comienzos del XX llevó a un incremento del comercio dentro de grandes bloques, al mismo tiempo que limitaba el comercio entre ellos.

Las guerras mundiales, la Gran Depresión y las revoluciones trastocaron el orden político y económico en la primera mitad del siglo XX. Inicialmente, el impacto fue hundir el comercio internacional a su nivel más bajo desde finales del siglo XVIII, aunque estos eventos también provocaron una masiva redistribución de la riqueza que hizo que los ingresos estuviesen más equitativamente distribuidos que nunca dentro de los países ricos. Finalmente, estas fuerzas abrieron el camino para una integración económica mucho más profunda.

Incluso entonces, la mayor parte del comercio consistía en productos terminados y mercancías. La innovación que supusieron los barcos contenedores disminuyó

radicalmente los costes de transporte, mientras que los avances en las tecnologías de la comunicación facilitaron la supervisión de fábricas situadas al otro lado del mundo. A finales de la década de 1990, el comercio se había transformado. Las empresas desplegaban complejas cadenas de suministros industriales a lo largo de múltiples países para maximizar la eficiencia y minimizar los impuestos. El comercio actual no se parece en nada al antiguo. Desgraciadamente, a pesar de todos esos cambios, la visión popular acerca del comercio continúa basándose en modelos obsoletos del siglo XVIII.

Alfileres, ropa y vino

Una investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones, de Adam Smith, se abre con un relato sobre una fábrica de alfileres. Smith estimaba que se necesitaban «dieciocho operaciones distintas» para fabricar un solo alfiler. Solo hacer la cabeza requería «dos o tres operaciones distintas». Le sería muy difícil a un trabajador fabricar más de unas pocas docenas de alfileres al día si tuviese que llevar a cabo todos esos pasos por sí solo. De lo que los fabricantes de alfileres —y Smith— se dieron cuenta es de que cada trabajador sería miles de veces más productivo si se centraba en partes específicas del proceso.[35]

La fabricación de alfileres en la época de Smith tenía lugar en un único edificio, pero podía ser entendida como una serie de relaciones comerciales: el propietario de la fábrica compra materias primas de los proveedores, después de lo cual el primer trabajador compra algunos de los materiales al propietario de la fábrica y realiza el primer conjunto de mejoras, prevendiendo este producto no acabado al siguiente trabajador, que realiza nuevas mejoras antes de vender el bien modificado a otro trabajador. El último trabajador de la cadena deja los alfileres terminados y listos para vender a los distribuidores. Aunque el papel de las empresas es simplificar estas transacciones implícitas entre empleados y propietarios, la intuición de Smith —que los logros son mayores cuando los individuos se especializan— explica por qué los fabricantes de alfileres no forjan su propio acero, y mucho menos extraen su propio hierro y carbón. Todos estos negocios separados comercian unos con otros para obtener lo que necesitan mientras se centran en cómo añadir el mayor valor posible.[36]

El comercio internacional es simplemente una extensión de este proceso a través de las fronteras nacionales: Inglaterra no tiene sol, pero es rica en agua dulce, mientras que la mayor parte de España es soleada y seca, por lo que tanto Gran Bretaña como España se pueden beneficiar intercambiando alimentos cultivados y criados en sus respectivos climas. Obligar a los granjeros británicos a plantar olivos y viñedos —en lugar de criar vacas y ovejas para intercambiar por aceite y vino— sería un derroche. Como dijo Smith en 1776, «es una máxima a seguir por todo cabeza de familia no hacer en casa lo que le cueste más hacer que comprar […]. Si un país extranjero puede proporcionarnos una mercancía más barata de lo que nosotros podemos gastar en fabricarla, mejor comprársela con alguna parte de los productos de nuestra industria utilizados de manera que nos confiera alguna ventaja», en lugar de pagar extra por una versión fabricada localmente.[37]

David Ricardo nació medio siglo después que Smith. Mientras que Smith era un filósofo moral académico escocés, Ricardo era un financiero judío que se había enriquecido hasta tal punto por ganar una apuesta sobre el resultado de la batalla de Waterloo que pudo comprarse un escaño en el Parlamento. Después de leer La riqueza de las naciones, Ricardo decidió pasar su tiempo libre escribiendo sobre economía y publicó Principios de economía política y tributación en 1817. El libro abarcaba de todo, desde la explicación de Ricardo sobre por qué el oro tiene un precio mayor que la plata —«porque se necesita quince veces la misma cantidad de trabajo para producir una cantidad dada»— hasta su teoría de que «la tasa de ganancia nunca puede incrementarse salvo mediante una caída de los salarios». Lo más significativo es que argumentó que el comercio entre dos países puede hacer que ambos estén mejor incluso cuando un país es más productivo que el otro en todos los sentidos.[38]

En el ejemplo de Ricardo, los trabajadores portugueses podrían fabricar ropa y vino más eficientemente que sus homólogos ingleses. A primera vista, esto podría sugerir que no habría ninguna razón para que los dos países comercien. No obstante, en su ejemplo, los capitalistas portugueses obtenían unos ingresos relativamente mayores fabricando ropa que vino. La especialización sería buena tanto para los inversores portugueses como para los ingleses, pero solo si los dos países podían intercambiar ropa por vino. Sin la capacidad de beneficiarse del intercambio, Portugal «se vería obligada a dedicar parte de ese capital a la fabricación de esas mercancías, que obtendría con una calidad y cantidad probablemente inferior».[39]

Estos argumentos a favor de la especialización no llegaban mucho más lejos. Ni Smith ni Ricardo pensaban que tuviese sentido dividir los estadios de la fabricación de alfileres o de productos textiles más allá de las fronteras nacionales. Pensaban en el mundo como era entonces —hace doscientos años—. En aquellos días, se intercambiaban sin problemas materias primas y bienes terminados a largas distancias, pero no bienes intermedios o servicios. Las tecnologías de la comunicación disponibles en esa época —palomas mensajeras y correos a caballo o en barco— no habrían sido adecuadas para coordinar los distintos estadios de la producción entre localidades separadas unas de otras. Viajar era peligroso y las guerras eran frecuentes. Una de las consecuencias positivas, por cierto, fue la invención del vino de Oporto por empresarios británicos para solucionar los problemas gemelos de los interminables conflictos con Francia y el deterioro del vino portugués convencional durante el largo viaje a Inglaterra.[40]

Lo que muchos olvidan hoy es que el argumento de Ricardo tenía sentido solo bajo estas condiciones primitivas. Se dio cuenta de que la superior productividad de los trabajadores portugueses significaba que «sería indudablemente ventajoso para los capitalistas de Inglaterra [que] el vino y la ropa fuesen fabricados en Portugal y, por tanto, que el capital y el trabajo de Inglaterra empleado en fabricar ropa se trasladasen a Portugal». Pensaba que esto sería malo para Inglaterra, pero no le preocupaba porque asumía que «la mayoría de los propietarios» estarían «satisfechos con una baja tasa de beneficios en su propio país, en lugar de buscar un empleo más ventajoso para su riqueza en naciones extranjeras». Era difícil supervisar las inversiones en países extranjeros antes de la invención del telegrama y el barco de vapor. Ricardo también pensaba que «la natural reticencia que todo hombre tiene a abandonar su país de nacimiento» limitaría las salidas de capital.[41]

La sutil defensa de Ricardo del libre comercio dependía de unas diferencias persistentes en las tasas de ganancia entre países, que a su vez dependían de la poca disposición de los inversores a trasladar dinero al exterior. Esas asunciones decayeron a medida que la tecnología mejoraba, los costes de comunicación colapsaban y la política global cambiaba.

Hamilton, List y el «sistema americano»

Al otro lado del Atlántico, unos doce años después de que Smith publicase La riqueza de las naciones y casi treinta años antes de que Ricardo publicase sus Principios, George Washington y Alexander Hamilton presentaron una visión diferente de la gestión económica. Para ellos, el desarrollo de una capacidad manufacturera doméstica era un imperativo de seguridad nacional. América estaba aislada diplomática y geográficamente, vulnerable ante embargos navales y lejos de aliados potenciales.

Decidieron que Estados Unidos tendría que ser económicamente autosuficiente para garantizar su recién conquistada independencia política. Tal como dijo Washington en una alocución ante el Congreso el 8 de enero de 1790, «un pueblo libre no solo debe estar armado, sino ser disciplinado […], su seguridad e intereses requieren que se promuevan las manufacturas necesarias para hacerlo independiente de otros para todo lo esencial, especialmente suministros militares». Por usar el lenguaje de Ricardo, los estadounidenses tendrían que fabricar ropa y vino, con independencia de lo que pudiese sugerir cualquier teoría económica.[42]

Washington destacó la necesidad de industrializarse. A Alexander Hamilton, el primer secretario del Tesoro de Estados Unidos y gran abogado de un poderoso gobierno federal, le correspondió la tarea de dar con la forma de lograrlo. Su magistral Informe sobre el tema de las manufacturas, publicado a finales de 1791, sería el documento fundacional del Estado desarrollista. Hamilton creía que la industria tenía un valor que iba mucho más allá de su contribución a la seguridad nacional: «diversificaría los propósitos industriosos» de la ciudadanía, aumentaría la productividad agraria y favorecería la inversión en maquinaria. Más aún, se dio cuenta de que el estatus de Estados Unidos como una república agraria era consecuencia de la política imperial británica, no del destino. Bajo las condiciones adecuadas, el nuevo Estados Unidos se transformaría en una superpotencia manufacturera; pero estas condiciones tenían que ser creadas por un Estado fuerte que fomentase que el mercado crease el tipo correcto de capacidad manufacturera.

La intuición de Hamilton era que los países solo podían capturar las ganancias en productividad derivadas de la división del trabajo rechazando ese concepto a nivel internacional. Los beneficios de la diversificación económica interna eran incompatibles con la especialización nacional. Era una refutación de Ricardo

antes incluso de que se hubiera escrito la teoría de la ventaja comparada.

Hamilton admitía que los estadounidenses podrían querer dedicarse a la agricultura en un mundo con comercio libre perfecto y cero regulaciones. Se apresuraba a señalar, no obstante, que en el mundo real, «Estados Unidos no puede comerciar con Europa de igual a igual». Las exportaciones estadounidenses estaban siendo discriminadas incluso aunque Estados Unidos imponía pocos aranceles a las importaciones. La diferencia de tratamiento se derivaba del hecho de que los europeos no dependían de la producción agraria estadounidense de la misma forma en que los estadounidenses dependían de las manufacturas europeas. La «falta de reciprocidad» mantendría a los estadounidenses en «un estado de pobreza». Se requería, por tanto, un gobierno activista.

Según Hamilton, los estadounidenses no podían competir con los productores europeos a menos que el Gobierno de Estados Unidos estuviese dispuesto a igualar las «gratificaciones y remuneraciones que conceden otros Gobiernos» a sus exportadores de manufacturas. Por tanto, recomendaba aumentar los impuestos a los manufactureros extranjeros y usar el dinero para pagar «primas» a productores estadounidenses de bienes altamente prioritarios. Al mismo tiempo, quería rebajar el coste de las manufacturas estadounidenses eliminando aranceles sobre materias primas importadas como el cobre, el sulfuro y la seda. La intervención del Gobierno haría que los bienes de fabricación estadounidense fuesen baratos en relación con las importaciones de Europa, fomentando así que los estadounidenses comprasen bienes locales.

El objetivo era promover el emprendimiento y la inversión. Hamilton creía que un mercado doméstico garantizado haría más fácil que los estadounidenses pusiesen en marcha nuevos negocios en lo que entonces eran las industrias de alta tecnología del textil, de fabricación de clavos, de cristal y de armas. Los estadounidenses necesitaban «la incitación y el patronazgo del Gobierno», según Hamilton, porque aún no tenían los conocimientos, la credibilidad o la confianza para poner en marcha negocios autosuficientes. Lo nuevo y desconocido es siempre difícil —una situación aún peor por los aranceles y subsidios existentes en Europa para fomentar sus propias manufacturas y evitar el desarrollo de una industria manufacturera en Estados Unidos—. Con el tiempo, los productores «en la infancia» crecerían y madurarían hasta el punto de no necesitar tanto apoyo gubernamental. Hamilton no quería eliminar la competencia extranjera, porque eso sería malo para los consumidores estadounidenses, pero sí que quería

inclinar el terreno de juego a favor de la producción doméstica.

La relativa apertura de Hamilton a las importaciones puede ser explicada por su expectativa de que «partes de Europa, que tienen más capital que objetos domésticos rentables en los que emplearlo», ayudarían a la industrialización de su país. Mientras que Ricardo asumía que las limitaciones tecnológicas y las barreras políticas impedirían unos flujos financieros internacionales a gran escala, Hamilton creía que «una diferencia muy importante en rentabilidad» podría «provocar una transferencia de capital extranjero a Estados Unidos». Los riesgos de invertir en un país a miles de millas de distancia serían compensados con creces por las «ventajas que ofrece América, difíciles de igualar en ningún otro sitio».[43]

Poco después de que se presentase el informe, el Congreso se encontró debatiendo sobre cómo obtener ingresos para protegerse de los ataques a la frontera occidental por parte de los habitantes indígenas de América. El momento era propicio: Hamilton pudo superar la oposición a su moderado plan arancelario argumentando que los impuestos sobre importaciones de manufacturas eran necesarios para recaudar ingresos para la defensa nacional. Las primas de compensación, sin embargo, no fueron puestas en práctica, principalmente, porque se temía que generasen corrupción, porque no había recursos suficientes y porque se argumentó que los subsidios gubernamentales a determinadas industrias podrían violar la Constitución.

Irónicamente, la neutralidad estadounidense en las largas guerras entre la Francia revolucionaria y la Gran Bretaña contrarrevolucionaria terminó imponiendo unas barreras a las importaciones estadounidenses mucho mayores que las que había propuesto Hamilton. Hacia 1815, el presidente James Madison estaba reclamando una versión más extrema de las políticas sugeridas por Hamilton para preservar esta nueva base manufacturera una vez que la paz había vuelto a Europa. El llamado Arancel Dallas, por el nombre del secretario del Tesoro de entonces, fue aprobado en 1816. Aumentaba los aranceles de muchas importaciones industriales incluso hasta un 30 por ciento y establecía impuestos adicionales sobre importaciones embarcadas en naves extranjeras.[44]

Estados Unidos estaba siendo pionero en un nuevo modelo. En paralelo a los aranceles, el Gobierno federal estaba invirtiendo en mejoras internas para facilitar el movimiento de personas y bienes a todo lo largo del creciente territorio estadounidense. Se excavaron canales, se construyeron carreteras y

puentes, se ampliaron los ríos, se construyeron ferrocarriles. Los inmigrantes se encaminaban al Territorio del Noroeste y a las tierras que Thomas Jefferson había adquirido en la Compra de Luisiana de 1803 (financiada, irónicamente, por el sistema de crédito diseñado por Alexander Hamilton, al que tanto se había opuesto Jefferson). Se protegió a los manufactureros estadounidenses frente a los extranjeros, pero competían dentro de un gran mercado doméstico en expansión.

Este modelo desarrollista estadounidense en ciernes no pasaría desapercibido. Friedrich List era un alemán que se trasladó a Pensilvania en 1825 después de años de persecución en el ducado de Württemberg por «actividades sediciosas». Antes de emigrar, había intentado convencer a los Estados alemanes para crear una unión aduanera que restaurase parte de la capacidad manufacturera que se había desarrollado durante las guerras napoleónicas. La industria alemana se protegería así contra la competencia de Gran Bretaña, mientras que el libre comercio dentro de Alemania crearía un vibrante mercado doméstico.

Antes de llegar a América, List ya había concluido que Estados Unidos era un modelo para la unificación y el desarrollo económico de Alemania. En la década de 1820 escribió una serie de cartas defendiendo lo que llamaba «el sistema americano» y criticaba las «erróneas» teorías de Adam Smith por ignorar «la fractura de la raza humana en naciones». List estaba interesado en descubrir cómo un país podía «crecer en poder y riqueza», poniendo tanto énfasis en lo referido al poder como a la riqueza. A diferencia de lo que ridiculizaba como la «economía cosmopolita» de Smith y otros defensores del libre comercio, List quería volver a meter a las instituciones políticas en la «economía política».

List creía que los aranceles proteccionistas eran necesarios para hacer competitivos los negocios manufactureros estadounidenses con respecto a las exportaciones británicas, lo que, a su vez, atraería capital extranjero y trabajadores cualificados de Europa. Formando un círculo virtuoso, una mayor producción crearía, subiendo los salarios, una demanda adicional de bienes manufacturados y materias primas estadounidenses, impulsando la demanda de fuerza de trabajo y maquinaria y, en última instancia, haciendo crecer la economía nacional e incrementando el poder nacional. Afirmaba que «el consumo engendra, por tanto, producción, tanto como la producción genera consumo». La producción podía crecer sustancialmente si se transformaba, a través de los salarios, en demanda de consumo, y el consumo podía crecer sustancialmente si era satisfecho mediante una producción adicional. Cada uno impulsaría al otro. Aún más que Hamilton, List creía que se necesitaba un

gobierno activista: advirtió de que «la industria, dejada a sus propios medios, se arruinaría rápidamente, y una nación que no se ocupase de nada de ello se estaría suicidando».

List no pensaba que la política que recomendaba fuese universalmente aplicable. Para él, «cada nación debe seguir su vía particular para desarrollar sus poderes productivos». List pensaba que Latinoamérica, India, China, España y Rusia no se beneficiarían de su programa porque carecían de «una cierta libertad, seguridad, instrucción» necesarias para desarrollar la industria productiva. Eran pobres, en otras palabras, porque carecían de las instituciones necesarias para una creación sostenible de riqueza. Criticaba especialmente a España por la forma en la cual «la Iglesia consume la riqueza de la tierra y alimenta una indolencia viciosa». Estados Unidos, sin embargo, al igual que Alemania, tenía las necesarias «instituciones liberales» para transformarse en una próspera nación manufacturera.[45]

En 1841, List convirtió sus ideas en el Sistema nacional de economía política, una mezcla de teoría, historia y reportaje que tenía como objetivo guiar a los estadistas en lo que esperaba que se convirtiese en una nueva nación alemana. Su tesis era que «la libre competición entre dos naciones altamente civilizadas solo puede ser mutuamente beneficiosa en caso de que ambas estén en una posición casi igual de desarrollo industrial». Un país como Alemania, que está menos desarrollado, pero «posee los medios mentales y materiales» para enriquecerse, debe evitar el libre comercio y «fortalecer sus propios poderes individuales».

Estados Unidos, con sus altos aranceles externos y un vasto mercado interno, era «la mayor obra de economía política que uno pueda leer». Las políticas gubernamentales activistas para la promoción del comercio y la producción domésticas se habían combinado con el carácter industrioso del pueblo estadounidense para transformar una colonia agraria en «completa esclavitud» de Gran Bretaña en un Estado-nación independiente y poderoso.[46]

Aunque el comercio mundial se expandió rápidamente tras la derrota de Napoleón en 1815 gracias a la paz en Europa, la liberalización arancelaria en Gran Bretaña y Francia y las innovaciones tecnológicas del barco de vapor, los ferrocarriles y el telégrafo, hacia finales del siglo XIX, los argumentos de List habían triunfado. Estados Unidos impuso unos aranceles sobre bienes manufacturados de alrededor del 45 por ciento entre 1870 y 1913, y expandió agresivamente el tamaño de su mercado interno protegido en el siglo XIX

mediante compras de territorios, anexiones negociadas y guerras de conquista. Estados Unidos no era un caso único. Los aranceles sobre bienes manufacturados aumentaron en todo el mundo en el último tercio del siglo XIX. En vísperas de la Primera Guerra Mundial, la mayoría de los países europeos estaban imponiendo aranceles del 20 por ciento a las manufacturas, con las notables excepciones del Reino Unido y los Países Bajos. La tasa arancelaria efectiva media a nivel mundial aumentó más aún a medida que Estados Unidos y Alemania incrementaban su peso en la economía global.[47]

El alto imperialismo y las puertas abiertas

La expansión del proteccionismo tuvo un efecto predecible: el comercio mundial comenzó a reducirse en relación con la producción económica a partir de comienzos de la década de 1870. Pasarían cien años antes de que el comercio internacional volviese a ser tan importante como lo era entonces. Esto presentó un problema particular al Reino Unido. Gran Bretaña dependía de los mercados de exportación para absorber su exceso de producción manufacturera, que, a su vez, generaba los ingresos necesarios para pagar las importaciones de alimentos y mercancías industriales. Desgraciadamente para Gran Bretaña, las mayores economías y las que más crecían (Estados Unidos y Alemania) estaban decididas a limitar el acceso británico tanto como fuera posible.

No obstante, el Reino Unido tenía la solución; su extensa colección de colonias de ultramar. Además de los llamados dominios blancos de Australia, Canadá y Nueva Zelanda, Gran Bretaña controlaba parte del sur de África, todo el subcontinente indio, Hong Kong, Malasia y partes del hemisferio occidental. En las últimas décadas del siglo XIX, el Imperio británico se expandiría dramáticamente, hasta incluir gran parte de África, Oriente Medio, y sustanciales esferas de influencia en Asia. No se les permitiría a estos territorios el desarrollar el «sistema nacional» de List. Los aranceles serían mínimos, al menos para los bienes británicos. El imperio serviría de sumidero para las exportaciones británicas y le proporcionaría un suministro seguro de importaciones de materias primas.

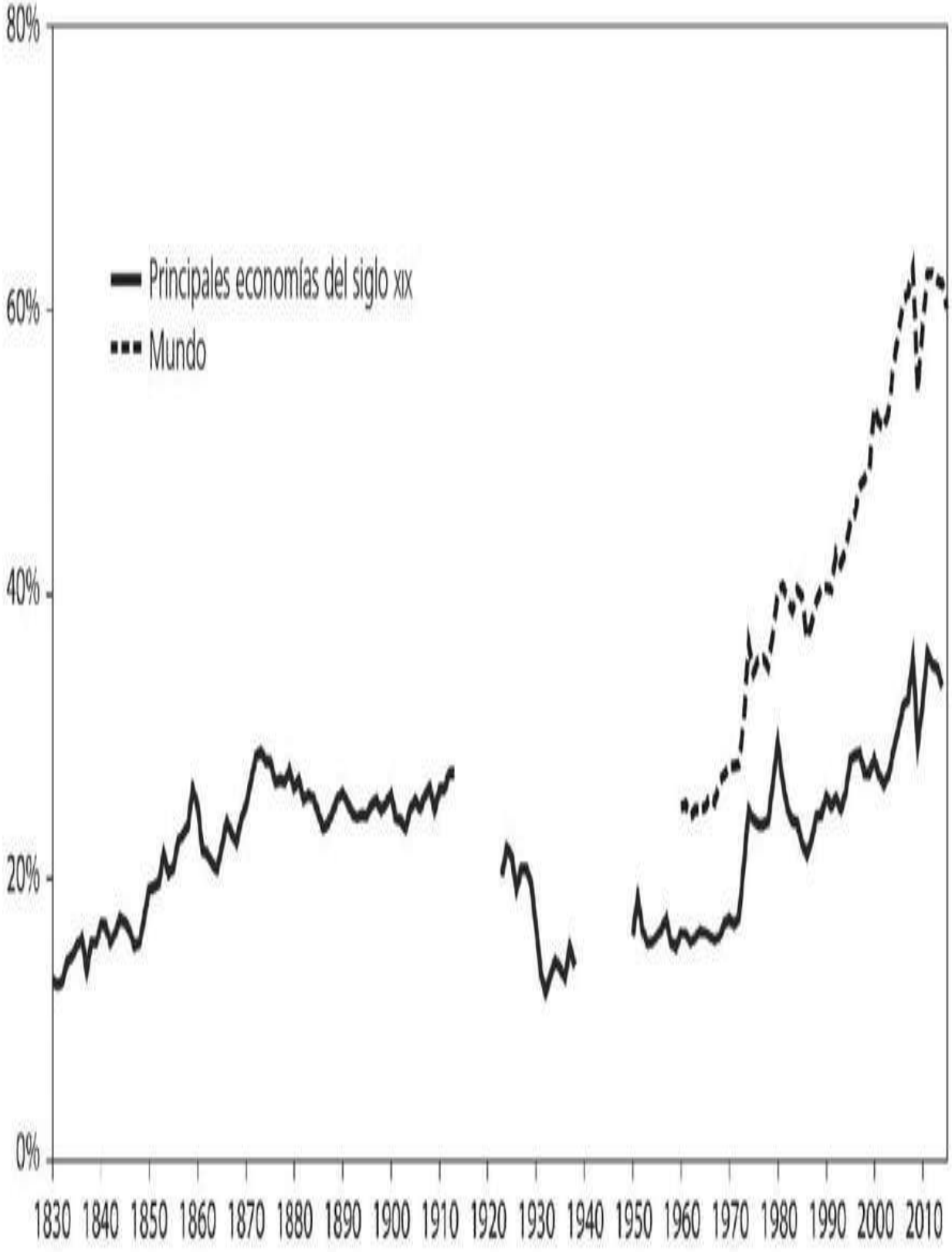
80%
60%
40%
20%
0%
Principales economías del siglo xix
Mundo
1830 1840 1850 1860 1870 1880 1890 1900 1910 1920 1930 1940 1950 1960 1970 1980 1990 2000 2010

Figura 1.1. El comercio mundial no superó su cenit de 1873 hasta la década de 1970 (exportaciones totales como porcentaje de la producción mundial). Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

El aparente éxito de esta estrategia británica (los académicos no están de acuerdo en si los costes militares justificaron los supuestos beneficios económicos) generó imitadores. Los franceses ocuparon el norte de África y el sudeste de Asia. Japón tomó las islas Ryukyu. Los rusos expandieron agresivamente sus fronteras terrestres hacia el sur y el oeste, lo que llevó a los británicos, asustados, a nuevas conquistas —Afganistán, Birmania, gran parte de África Oriental y la mayor parte del sur de África— con el objetivo de defender la India. Gran Bretaña también lucharía en Asia Central, Persia y el Tíbet por su temor a perder India. El reparto de África se volvió tan intenso que hubo que celebrar una conferencia internacional (conocida como la Conferencia de África Occidental) en Berlín en 1884-1885 para evitar choques militares entre las potencias europeas.

En vísperas de la Primera Guerra Mundial, toda África, excepto Etiopía y Liberia, estaba bajo control europeo. Japón entró en guerra con China para ocupar Taiwán y dominar Corea a mediados de la década de 1890. Diez años más tarde, Rusia y Japón se enfrentaron en la primera guerra entre ejércitos mecanizados por el control de Corea y Manchuria. Aunque este periodo de alto imperialismo no fue únicamente motivado por consideraciones económicas, el deseo de adquirir mercados de exportación y oportunidades de inversión fue una consideración importante. Una consecuencia de ello fue una creciente fragmentación del comercio global dentro de bloques imperiales.

Aunque anexionó el reino de Hawái y tomó Cuba, Filipinas y Puerto Rico a los españoles en 1898, Estados Unidos estaba menos centrado que los europeos en adquirir dependencias coloniales y más interesado en fomentar la migración interna al oeste, frecuentemente desplazando de manera violenta a la población indígena. Las tendencias imperiales estadounidenses se centraban en expandir sus propias fronteras nacionales —y su mercado doméstico protegido— a través del proyecto del destino manifiesto. Esto creó un característico enfoque estadounidense al comercio con otros países a finales del siglo XIX: la política

de puertas abiertas.

Confiados en el talento de sus comerciantes y relativamente poco interesados en conquistas coloniales, los estadounidenses no presionaron para obtener acceso preferente a ningún mercado externo. Las empresas estadounidenses no esperaban que su Gobierno controlase directamente los territorios extranjeros donde pensaban hacer negocios, ni esperaban protección frente a competidores extranjeros fuera del mercado doméstico estadounidense. Estados Unidos desplegó su poder militar para garantizar los derechos de sus inversores en el exterior, especialmente en Latinoamérica, pero no a costa de otros inversores extranjeros. Los inversores estadounidenses no necesitaron oportunidades de inversión en el extranjero hasta finales del siglo XIX (la primera sucursal extranjera de un banco estadounidense no se estableció hasta justo antes de la Primera Guerra Mundial, en Buenos Aires), e incluso entonces sus diplomáticos simplemente querían evitar que los europeos, los rusos y los japoneses creasen zonas económicas exclusivas en China. Aunque Estados Unidos consiguió que las otras potencias se abstuviesen de repartirse China, tuvo menos éxito en garantizar que los comerciantes estadounidenses pudiesen competir en igualdad de condiciones en áreas bajo esferas de influencia extranjeras.

De las guerras mundiales al orden mundial

El principio estadounidense de neutralidad sería difícil de mantener durante la Primera Guerra Mundial. Los sustanciales vínculos culturales y económicos con Alemania se veían empequeñecidos ante los mucho mayores intereses financieros que vinculaban a Estados Unidos con el Reino Unido. La inclinación del sector privado estadounidense hacia los británicos explica por qué los submarinos alemanes atacaron los barcos mercantes estadounidenses y por qué los diplomáticos alemanes intentaron convencer a México para que atacase a Estados Unidos por tierra —dos decisiones que convencieron a los estadounidenses de entrar en guerra contra Alemania—. Estados Unidos tenía una capacidad militar reducida en comparación con los beligerantes europeos, pero compensaba con creces esa deficiencia con su abundante base industrial, sus granjas y, con cierto retraso, su suministro de hombres jóvenes. Le llevó más de un año a la Fuerza Expedicionaria Estadounidense alcanzar un número

significativo de tropas, y sus soldados tuvieron que luchar con armas británicas porque los estadounidenses carecían de la última tecnología militar. No obstante, una vez en Francia, ayudaron a poner fin de manera decisiva a la lucha en el Frente Occidental.

La paz no restauró la prosperidad. Las economías europeas estaban agotadas por la pérdida de mano de obra, la destrucción de capacidad productiva y la redirección de la inversión al esfuerzo de guerra. La reconstrucción europea se vio impedida por las altas deudas de guerra y las onerosas obligaciones de reparación. El Imperio ruso había sucumbido a los bolcheviques, mientras que China había entrado en lo que serían décadas de guerra civil.

América, sin embargo, se había beneficiado como suministrador de los beligerantes: Estados Unidos exportó más del doble de lo que importó durante la guerra, lo que llevó al «más favorable balance comercial que ha experimentado ningún país», según un informe del economista estadounidense John H. Williams en 1921. Como la mayor potencia no perjudicada por la guerra, tenía una capacidad de negociación tremenda para lograr un orden nuevo y mejor. Desgraciadamente, se negó a hacerlo. Al igual que ocurre con las sospechas de la China actual ante las instituciones globales, muchos estadounidenses temían que los europeos quisieran constreñir su poder. Por ello, el Gobierno federal se centró de manera miope en conseguir que Gran Bretaña y Francia pagasen sus deudas de guerra aunque esto distorsionase el sistema comercial internacional mediante el acaparamiento de oro. Consecuencia de todo ello fue una caída drástica del comercio internacional, que pasó de un 27 por ciento de la producción global en 1913 a solo el 20 por ciento en 1923-1928.[48]

La Gran Depresión, unos pocos años después, provocó el colapso del comercio internacional a solo un 11 por ciento de la economía mundial hacia 1932. El flujo de bienes y servicios a través de las fronteras se mantuvo por debajo de un 15 por ciento de la producción global hasta el estallido de la Segunda Guerra Mundial. Para empeorar aún más el colapso de la actividad empresarial y las finanzas transfronterizas, se produjo una ola de proteccionismo desatada por Estados Unidos con la Ley Arancelaria Smoot-Hawley de 1930. Los impuestos estadounidenses punitivos a las importaciones del resto del mundo provocaron represalias globales, destruyendo así lo que quedaba del sistema económico internacional y desatando devaluaciones monetarias competitivas, aumentos arancelarios y desglobalización.

Resultó de lo más apropiado que Estados Unidos, que había dependido de los clientes extranjeros para absorber su exceso de producción desde finales del siglo XIX y que en ese momento tenía uno de los mayores superávits comerciales de la historia, fuese una de las mayores víctimas del proteccionismo que había ayudado a generar, perdiendo el acceso a muchos de sus mercados de exportación. Esta es la gran lección de Smoot-Hawley: los países tienen grandes superávits comerciales cuando no pueden consumir todo lo que producen, lo que los hace extremadamente vulnerables a una caída del comercio internacional.

Muchos países, especialmente aquellos que no devaluaron su moneda, recurrieron a acuerdos de trueque de manufacturas por mercancías (el caso más famoso fue el acuerdo entre la Alemania nazi y la Unión Soviética). Otros se retiraron a sus posesiones imperiales. Las exportaciones francesas a sus colonias, protectorados y mandatos de la Liga de Naciones pasaron del 19 por ciento del total en 1929 al 28 por ciento en 1938. En el mismo periodo, las exportaciones italianas a sus posesiones africanas y a Etiopía crecieron desde el 2 por ciento del total al 23 por ciento, mientras que las exportaciones japonesas a sus posesiones imperiales de Corea, Taiwán, Manchuria y China se dispararon, desde el 35 por ciento del total, al 63 por ciento.[49]

La Segunda Guerra Mundial llevó a un cambio dramático en las pautas comerciales en comparación con los tiempos de paz. Como en la Primera Guerra Mundial, Alemania recurrió a la captura de materias primas de Europa oriental. Gran Bretaña pasó a ser completamente dependiente de la importación de recursos del imperio y, en menor medida, de Estados Unidos. En esta época, Estados Unidos se convirtió en el «Arsenal de las Democracias», tal como afirmó el presidente Roosevelt, gracias a la distancia con respecto al conflicto y a una amplia capacidad sobrante como consecuencia de la depresión. Entre 1938 y 1941, las exportaciones estadounidenses crecieron un 45 por ciento.

Japón, por el contrario, perdió su acceso a las importaciones de Estados Unidos en protesta por sus atrocidades en China. Eso, a su vez, ayudó a convencer a los japoneses de invadir el sudeste asiático para obtener acceso al petróleo, al caucho y otros suministros industriales. La Unión Soviética, que había sido durante la década de 1930 un Estado paria que comerciaba principalmente con los nazis por medio del trueque, se convirtió en un gran importador de suministros estadounidenses después de ser invadida en 1941. La abundante capacidad productiva de Estados Unidos contrastaba con la de otros beligerantes, todos lo cuales se las veían y se las deseaban para satisfacer sus necesidades

materiales por medio de la producción doméstica —o de territorios conquistados —.[50]

Poco después de los desembarcos aliados en Normandía, representantes de cuarenta y cuatro países se reunieron en Bretton Woods, Nuevo Hampshire, para discutir el orden de posguerra. El objetivo era evitar una vuelta a la anarquía económica de las décadas de 1920 y 1930, que, según reconocía todo el mundo, había sido una de las causas principales de la guerra. Aunque la conferencia se centró en la reforma del sistema monetario y las regulaciones de los flujos financieros, los delegados también apoyaron una propuesta para la creación de una nueva Organización Mundial del Comercio (OMC), que «redujese los obstáculos al comercio internacional y promoviese a través de otras vías unas relaciones comerciales internacionales ventajosas». Tal como dijo el secretario del Tesoro de Estados Unidos, Henry Morgenthau, en su discurso de clausura, el «renacimiento del comercio internacional es indispensable si queremos lograr el pleno empleo en un mundo en paz y con un nivel de vida que permita la realización de las esperanzas razonables de los hombres».[51]

Pero este renacimiento del comercio internacional se produciría en un contexto muy diferente al actual. Los costes de transporte eran entonces lo suficientemente altos como para que no tuviese mucho sentido distribuir los procesos manufactureros a lo largo de amplias áreas geográficas. Además, el capital no era tan móvil como lo es hoy. De hecho, aunque los dos principales arquitectos del acuerdo final de Bretton Woods, Harry Dexter White y John Maynard Keynes, estaban tan ansiosos por revivir el comercio internacional como Morgenthau, ninguno tenía interés en recuperar la movilidad del capital, preocupados como estaban por cómo unos enormes movimientos de capital en el periodo anterior a la guerra habían distorsionado el comercio global y creado desequilibrios masivos, especialmente en el Reino Unido y Estados Unidos.

La creación de nuevas instituciones internacionales no cambiaba el hecho de que Europa y Asia estaban en ruinas como consecuencia de una guerra que había terminado hacía apenas un año. Revivir el comercio requería recursos por parte del único país que podía proporcionarlos. Aunque ya había sido planificada la larga ocupación de Japón, a los estadounidenses les costó darse cuenta del peligro de dejar a los europeos a sus propios medios: una pobreza persistente les volvería desesperados y vulnerables a la subversión comunista, lo que a su vez haría que se retirasen de un sistema comercial global que era importante para la economía estadounidense.

Mientras tanto, la desmovilización militar de Estados Unidos estaba afectando al gasto doméstico, lo que significaba que los granjeros y manufactureros estadounidenses estaban ansiosos por encontrar fuentes de demanda externa. Esto conformó una poderosa coalición de estadounidenses decididos a expandir el comercio con Europa. Una pata de esta estrategia fue el Plan Marshall, que dio a los europeos los recursos para comprar exportaciones estadounidenses y reconstruir su propia capacidad productiva. La otra fue un esfuerzo legal para abrir los mercados europeos al comercio una vez que se hubieron recuperado.

Cuando la OMC originalmente propuesta en la conferencia de Bretton Woods murió en 1950 por las objeciones de Estados Unidos a su jurisdicción sobre la política económica doméstica, el Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT)[52] floreció bajo liderazgo estadounidense. La idea era reunir una coalición de países dispuestos a reducir las barreras más obvias al comercio internacional —a saber, los aranceles y las cuotas—. En ese momento, Estados Unidos dominaba el comercio mundial y sus exportaciones manufactureras suponían el 35 por ciento del total mundial. Eso quería decir que podía liderar con el ejemplo, reduciendo sus propios aranceles de manera que los europeos y los japoneses pudieran reducir los suyos.

Los estadounidenses continuarían guiando la agenda comercial mundial hacia una mayor liberalización a medida que el GATT se expandía y era finalmente reemplazado, en 1995, por la Organización Mundial del Comercio (OMC). Todos los signatarios acordaron unos estándares mínimos y se sometieron a las decisiones de un panel imparcial de jueces en caso de disputas. Grupos de países podrían negociar entre ellos acuerdos suplementarios a medida, si eso significaba promover el comercio global.[53]

A pesar de estos movimientos hacia la liberalización, el final de la guerra fue incapaz de restaurar el comercio a su nivel anterior a 1929, por no hablar del anterior a 1913. De hecho, los flujos de bienes y servicios transfronterizos en relación con la producción global no regresarían al cenit alcanzado en la década de 1870 hasta la de 1970. Aunque los europeos occidentales comenzaron a integrar sus economías hasta un nivel sin precedentes, y Japón, privado de su imperio, abrazó las relaciones comerciales con Occidente, todo ello fue compensado con creces por lo que ocurría en el resto del mundo. Media Europa había caído en poder de los comunistas, como le ocurriría a China poco después. La descolonización llevó al establecimiento de nuevas barreras comerciales en gran parte del mundo, a medida que los países liberados intentaban

industrializarse, como lo había hecho Estados Unidos, a través de la sustitución de importaciones. El entorno político internacional limitaría ulteriores crecimientos del comercio hasta el final de la Guerra Fría.

Buques portacontenedores

No obstante, las constricciones políticas de posguerra solo explican parte de la lenta recuperación del comercio global. El otro gran obstáculo eran los altos costes del transporte, debidos a las ineficiencias de la industria naviera. Aunque la década de 1950 fue la era del avión a reacción, el cohete y la bomba de hidrógeno, trasladar bienes de un lado a otro era más lento y más caro en esos años de lo que lo había sido en el siglo XIX. En relación con la producción económica total, el comercio internacional era aproximadamente la mitad de lo que había sido menos de cien años antes. Más aún, el comercio existente estaba dominado por mercancías básicas, no por manufacturas. Hacia la década de 1980, no obstante, el mundo había sido revolucionado por la comercialización de una idea elegante: el contenedor. Una vez que se resolvió cómo usarlas, estas sencillas cajas de metal simplificaron y abarataron radicalmente el transporte a larga distancia. El volumen del comercio explotó hasta niveles nunca antes posibles; y transformó la economía global del comercio internacional.

El transporte marítimo de mercancías a mediados de la década de 1950 probablemente les habría resultado familiar a Smith y Ricardo. Transportar mercancías voluminosas, como petróleo, carbón y grano, era sencillo. Sin embargo, cualquier otra cosa tenía que ser cuidadosamente embalada. No era rentable hacer funcionar un buque a menos que sus bodegas estuviesen completamente llenas, lo que resultaba complicado cuando se trataba de bienes con diferentes formas, tamaños y pesos. Acero laminado, granos de café y ropa viajaban a menudo juntos para maximizar el uso de un espacio limitado. Embarcar y desembarcar este cargamento requería muchos hombres —los grandes muelles empleaban a decenas de miles de trabajadores para manejar este tráfico— y mucho tiempo.

Los poderosos sindicatos eran incesantemente creativos en encontrar formas de reducir la eficiencia. Bienes que llegaban preempaquetados, por ejemplo, eran

escrupulosamente desempaquetados y después vueltos a empaquetar por los estibadores, que naturalmente cobraban por horas, más horas extras. Podía llevar una semana cargar completamente un buque mercante normal, otra semana descargarlo una vez que había llegado a su destino y otra semana más cargar el buque para el viaje de regreso. Alrededor de dos terceras partes del coste total del transporte de bienes a través del Atlántico podía explicarse por el tiempo pasado en el puerto más que por el viaje a través del océano.

Aunque meter y sacar los bienes de los barcos era la peor parte, sacarlos y meterlos en los muelles era también caro y lento. Gran parte del transporte marítimo estadounidense pasaba por Manhattan o Brooklyn, que eran únicamente accesibles por camiones que tenían que sortear el denso tráfico de la ciudad de Nueva York. Los muelles de rivera de Londres estaban rodeados de vecindarios urbanos y calles estrechas, lo que dificultaba trasladar los bienes del resto del país hasta el mar. Algunos manufactureros se habían adaptado a estas constricciones construyendo sus fábricas tan cerca de los puertos como fuera posible. Otros muchos decidieron que el coste del transporte marítimo no valía la pena el esfuerzo y se centraron en vender en su mercado local.

El resto tenía que emplear camiones y trenes —que eran cargados de la misma manera laboriosa que los buques mercantes— para llevar sus mercancías a los puertos. Después de que el contenido del buque hubiese sido descargado, se dejaba en los almacenes del puerto, donde era separado (lentamente) antes de volver a ser reempaquetado en camiones y trenes destinados a los usuarios finales. Todas estas constricciones suponían que llevaba varios meses enviar un cargamento de bienes manufacturados por vía marítima de Estados Unidos a Europa a mediados de la década de 1950, aunque, por ejemplo, el viaje por mar entre Brooklyn y Bremerhaven, Alemania Occidental, duraba solamente diez días. No tenía sentido producir bienes para la exportación a menos que los clientes ya los hubiesen pedido, y no tenía mucho sentido pedir bienes al exterior a menos que no hubiese, literalmente, sustitutos locales.

Preempaquetar bienes en la misma fábrica en contenedores de metal estandarizados revolucionó este proceso. La misma caja podía ser usada de manera intercambiable en todos los medios de transporte. Los camiones y los trenes podían llegar a un puerto, descargar su mercancía, recoger nuevos contenedores y salir hacia su siguiente destino en cuestión de minutos. Incluso los contenedores pesados podían moverse rápidamente y con seguridad por un puñado de personas usando grúas. El trabajo duro de embalar y desembalar solo

se realizaría al comienzo y al final de todo el viaje, y no al comienzo y al final de cada etapa. Eso limitaba el riesgo de daños, lo que producía el beneficio añadido para los clientes de unas primas de seguro menores.

El uso de contenedores también redujo las oportunidades de robos por parte de estibadores y camioneros, lo que explica por qué los exportadores de whiskey escocés fueron de los primeros en adoptarlos. Más aún, los buques portacontenedores, a diferencia de los buques mercantes tradicionales, podían ser cargados y descargados simultáneamente. Cuando se introdujeron los primeros buques portacontenedores, estas innovaciones redujeron el tiempo invertido en los puertos de días a horas. Los buques llevan ahora diez veces el número de contenedores que en la década de 1960, pero aun así los más grandes pasan mucho menos tiempo en el puerto que el carguero típico de la era precontenedores.

Los empresarios estadounidenses empezaron a comercializar el transporte mediante contenedores a finales de la década de 1950, pero, incluso después de demostrar su velocidad y su potencial para ahorrar costes, la idea no sería adoptada completamente hasta la década de 1980. Los sindicatos de estibadores se opusieron clamorosamente a unos cambios que eliminarían la mayoría de sus empleos. Muchos puertos tardaron en invertir en las grúas, puntos de atraque y áreas de carga necesarias para grandes buques portadores de miles de grandes cajas. Los ferrocarriles temían que los contenedores compitiesen con su negocio tradicional de trasladar bienes embalados en los vagones. Los carteles que fijaban los precios transoceánicos querían proteger el valor de sus flotas hasta que estuviesen listos los nuevos buques portacontenedores. Los reguladores estaban acostumbrados a un mundo en el que el transporte y el embalado estaban unidos y querían precios basados en el valor de los bienes transportados. Ni siquiera los innovadores en transporte marítimo vía contenedores eran capaces de acordar unos estándares comunes para fabricar cajas intercambiables entre plataformas de transporte.

La guerra de Vietnam fue el primer catalizador del cambio. El puerto de Saigón era aún peor que los muelles de Brooklyn porque los buques cargueros normales no podían acercarse lo suficiente para descargar directamente. Los suministros que llegaban de California tenían que ser desembarcados de los buques cargueros mientras estos estaban alejados de la costa y reempaquetados en barcazas de poco calado, que, a su vez, tenían que encontrar espacio en uno de los pocos embarcaderos disponibles, donde los estibadores vietnamitas seguían

la misma rutina que sus colegas estadounidenses y europeos. Los corruptos generales vietnamitas a menudo se quedaban con los bienes más deseables. Peor aún, la mayor parte de los soldados estadounidenses que necesitaban suministros estaban lejos de Saigón. Llevarles los equipos que necesitaban desde los muelles requería camiones que circulasen por caminos de tierra durante semanas, a menudo en territorio hostil.

Desesperado por obtener mejores resultados, el Ejército estadounidense contrató a Malcolm McLean, el creador original del transporte marítimo con contenedores, para construir y operar un puerto para contenedores en la bahía de Cam Ranh. Puso dos condiciones: cada caja debería contener un único producto y cada caja tendría como destino una unidad específica, que sería responsable de su devolución. En meses, McLean había solucionado el problema logístico del Ejército y mostrado al mundo de lo que era capaz el transporte con contenedores (también se enriqueció enormemente haciendo que sus buques con sus cajas ya vacías recogiesen bienes japoneses en el viaje de vuelta a California).

En la década de 1970, las compañías de transporte de todo el mundo abrazaron el contenedor, endeudándose considerablemente para construir nuevos buques capaces de portar muchas más cajas que los de la generación puesta en servicio en la década de 1960. El resultado inicial fue un exceso de capacidad, al mismo tiempo que el precio del petróleo se cuadruplicaba y la economía mundial caía en una severa recesión. Muchas empresas se arruinaron, mientras que las restantes se fusionaron para sobrevivir. No obstante, hacia la década de 1980, las hipotecas habían sido refinanciadas y el precio del petróleo se había estabilizado, lo que permitió a las restantes líneas recortar sus tarifas para unos clientes crecientemente exigentes.

Al mismo tiempo, los Gobiernos estaban eliminando las pesadas regulaciones que limitaban lo que podían hacer los camiones, los ferrocarriles y las compañías navieras. Los industriales y los vendedores podían por fin hacer contratos a largo plazo coordinando el transporte de contenedores desde localidades del interior en un país a destinos del interior en otro. Gracias a los bajos y previsibles costes de mover bienes, empezó a tener cada vez más sentido distribuir unos complejos procesos productivos por todo el mundo. Las ideas de Adam Smith sobre el poder de la especialización podían ser aplicadas a una escala que él nunca habría imaginado.[54]

Cómo las cadenas globales de valor y los puertos distorsionan los datos de comercio bilateral

El viaje en coche a las orillas del río Detroit desde la ciudad estadounidense del mismo nombre hasta la ciudad canadiense de Windsor solo lleva unos veinte minutos. Durante casi un siglo, los tres grandes fabricantes estadounidenses de automóviles han explotado esta proximidad operando plantas tanto en Míchigan como en la punta sur de Ontario. Este complejo manufacturero de automoción de los Grandes Lagos podría ser la primera cadena de valor global reconocible de la historia. Componentes, materiales y coches y camiones terminados se mueven constantemente a un lado y otro de la frontera. El comercio entre Canadá y Míchigan es más valioso que el comercio entre Canadá y China. El comercio de vehículos de motor y sus componentes entre Estados Unidos y Canadá supone más de una quinta parte del comercio total entre los dos países.[55]

Gracias al colapso de los precios del transporte, especialmente el marítimo, las redes manufactureras entre países son ahora muchísimo más comunes y mucho más dispersas que en los años en los que Chrysler, Ford y General Motors abrieron por vez primera oficinas en Canadá. La mayor parte de la producción manufacturera mundial tiene lugar en una de las tres redes manufactureras entre países centradas en Estados Unidos, Alemania y China (y también, antes, Japón, hasta aproximadamente 2007). El comercio de bienes intermedios dentro de estas redes explica más de la mitad de todo el comercio internacional, mientras que el comercio entre países de bienes terminados y servicios supone solamente un tercio. La energía y los metales suponen el resto. Esto está muy alejado del mundo de Smith y Ricardo, o incluso del mundo de la década de 1960. Es una consecuencia del uso de contenedores, la liberalización y el fin de la Guerra Fría.[56]

Las exportaciones estadounidenses de bienes a Canadá y México valen casi tanto como las que tienen como destino la Unión Europea, China, Japón y Corea juntos. No obstante, gran parte del valor de las exportaciones estadounidenses a sus vecinos proviene de otros sitios. Por ejemplo, la fibra del cinturón de seguridad de un coche o un camión ligero fabricado en Estados Unidos podría haber sido fabricada en México, tejida y teñida en Canadá para aprovechar su abundancia de agua, enviada otra vez a México para ser cosida y, después, instalada en una planta de algún lugar de Estados Unidos. Al mismo tiempo, casi

la mitad del contenido de los vehículos de motor y los componentes importados de México han sido originalmente fabricados en Estados Unidos.[57]

El valor del comercio de bienes y servicios entre los veintiocho miembros de la Unión Europea (antes del Brexit) era alrededor de un 50 por ciento mayor que el comercio de esos mismos países con todo el resto del mundo. La cadena de suministros de vehículos de motor liderada por Alemania se extiende hacia el este a Chequia, Hungría, Polonia, Rumanía y Eslovaquia, y al suroeste, a Portugal y España. Casi la mitad del valor de las exportaciones de los países del Este vecinos de Alemania proviene de componentes extranjeros. Más de la mitad de los vehículos de motor producidos por empresas automovilísticas alemanas se fabrican fuera de Alemania, y alrededor de una tercera parte del valor de las propias exportaciones alemanas de automóviles proviene de sus vecinos.[58]

Quizá la cadena de suministros transnacional más icónica es la desarrollada para montar componentes electrónicos en China. En 2007, China exportaba alrededor de 290.000 millones de dólares de productos «informáticos, electrónicos y ópticos», pero aproximadamente 120.000 millones de dólares del valor de esas exportaciones (alrededor del 40 por ciento) provenía de otros sitios, especialmente Corea, Japón y Taiwán. Aunque desde entonces los productores chinos han dejado de ser tan dependientes de componentes importados, las cadenas de valor globales todavía tienen un impacto sobre los datos de comercio bilateral. Incluso ahora, alrededor de una tercera parte del valor de las importaciones chinas de Corea y Taiwán se originan en otros sitios, lo que refleja la posición de esos países en las cadenas de suministros internacionales. Los académicos taiwaneses calculan que las cifras oficiales sobreestiman el valor de las relaciones comerciales de su país con China por un factor de tres.[59]

La creciente importancia de estas cadenas globales de valor significa que los datos convencionales de comercio bilateral ya no son tan buenos para medir el valor real creado por trabajadores y máquinas en cada país. Artefactos montados en China (o, en la actualidad, Vietnam) y enviados por barco a Norteamérica o a Europa están cargados de componentes importados, incluyendo algunos fabricados en Estados Unidos, igual que los coches alemanes incluyen partes fabricadas en el este de Europa y los camiones estadounidenses están llenos de contenido mexicano. Y, no obstante, las estadísticas de las oficinas aduaneras atribuyen todo el valor de los bienes importados al país que haya enviado por barco los productos terminados. Los economistas han comenzado recientemente a generar estadísticas comerciales alternativas que tienen en cuenta estas redes

manufactureras transnacionales. Para Estados Unidos, las importaciones están sobrevaloradas alrededor de un 16 por ciento, y las exportaciones, alrededor de un 20 por ciento. Las importaciones y exportaciones chinas están sobrevaloradas alrededor de un 30 por ciento.[60]

El crecimiento del transporte de mercancías transoceánico entre las tres principales redes manufactureras añade más confusión. Aunque los Gobiernos son razonablemente buenos en investigar de dónde vienen los bienes y dónde fueron embarcados inicialmente, es mucho más complicado para las oficinas aduaneras el seguir las exportaciones a sus destinos finales. Las exportaciones estadounidenses al continente europeo a menudo acaban en los grandes puertos de Amberes o Róterdam antes de ser trasladadas a los grandes mercados de Francia, Alemania e Italia. Igualmente, muchas exportaciones estadounidenses llegan a Hong Kong y Singapur antes de trasladarse a otros lugares del este de Asia.

Un extraño resultado de todo ello es que Estados Unidos informa sistemáticamente de exportaciones masivas a Bélgica, los Países Bajos, Hong Kong y Singapur. Los datos oficiales estadounidenses indican que sus empresas supuestamente exportaron bienes por valor de alrededor de 151.000 millones de dólares a esos cuatro pequeños países en 2018. Eso sería más que las exportaciones estadounidenses de bienes a China (121.000 millones de dólares), o aproximadamente lo mismo que las exportaciones estadounidenses de bienes a Francia, Alemania y el Reino Unido juntas (161.000 millones de dólares). En otras palabras, las exportaciones estadounidenses de bienes a Bélgica y los Países Bajos (80.000 millones de dólares, con una población conjunta de 29 millones de habitantes) tenían un valor teórico igual que las exportaciones enviadas a Alemania e Italia juntas (81.000 millones de dólares, con una población conjunta de 140 millones). Al mismo tiempo, el valor de los bienes estadounidenses embarcados hacia Hong Kong y Singapur (71.000 millones de dólares, población conjunta de 13 millones) estaba justo por debajo del valor de las exportaciones estadounidenses de bienes a Japón (76.000 millones de dólares, población de 127 millones). Estos números son producto de una defectuosa contabilidad del comercio internacional, y no indicadores económicos serios.[61]

Si tenemos en cuenta tanto las redes manufactureras transoceánicas como los puertos oceánicos, podemos concluir que las cifras sobre exportaciones e importaciones son una guía bastante mediocre de los países que están captando

los beneficios y el empleo derivados del comercio internacional. Pero hay otra fuente de distorsión de los datos que podría ser incluso mayor.

Cómo la evasión en el impuesto de sociedades distorsiona los datos del comercio

El comercio internacional no lo llevan a cabo los países, sino empresas que tienen que pagar impuestos sobre sus beneficios. Sus esfuerzos por pagar lo menos posible conducen a que los datos oficiales sobre comercio a menudo presenten una visión distorsionada de los flujos comerciales reales. Las cuentas corrientes, que combinan datos comerciales con cifras de ingresos, inversiones y remesas transfronterizas, son un mejor indicador.

La razón es que la carga fiscal sobre las empresas varía ampliamente dependiendo de dónde se han obtenido oficialmente los beneficios. Estas variaciones han sido explotadas por unos empleados de lo más creativos encargados de la resolución de problemas en las empresas de contabilidad y en las grandes corporaciones. Personas que en otras épocas podrían haber compuesto sinfonías o diseñado catedrales se han dedicado a ahorrar a las empresas cientos de miles de millones de dólares en impuestos moviendo billones de dólares de activos intangibles por todo el mundo en las últimas dos décadas. Una consecuencia de ello es que muchas empresas evitaron pagar impuestos sobre sus ventas al exterior. Otra es que las cifras comerciales de muchos países son inutilizables.

Cuando se introdujo el impuesto sobre la renta en Estados Unidos en 1913, no se aplicaba al dinero ganado en el extranjero. A nadie pareció importarle ese detalle hasta la década de 1950, cuando las empresas estadounidenses empezaron a deslocalizar agresivamente partes de sus negocios en países extranjeros para explotar unas tasas impositivas menores. A comienzos de la década de 1960 esto empezó a tener un impacto significativo en el tamaño de la base fiscal.

La administración Kennedy propuso que las empresas estadounidenses pagasen impuestos estadounidenses con independencia de cómo estructuraban sus operaciones internacionalmente. Los ingresos no serían sometidos a imposición doble, dado que las empresas podían acreditar cualquier ingreso pagado a

Gobiernos extranjeros frente a sus obligaciones fiscales estadounidenses. Pero ya no habría ningún incentivo para deslocalizar empleos y fábricas exclusivamente por razones fiscales. El principio subyacente a este sistema de imposición fiscal sobre los beneficios a nivel mundial se denominó «neutralidad en la exportación del capital». La idea era que el sistema territorial alternativo fomentaba en la práctica la fuga de dinero de Estados Unidos, por unas razones distintas a las diferencias subyacentes de productividad y costes. Los defensores de la fiscalidad territorial dijeron que querían que los códigos fiscales de todos los países tratasen igual a las empresas extranjeras y domésticas. Denominaron a su posición «neutralidad en la importación de capital».

La Ley de Recaudación de 1962 intentó alcanzar un punto intermedio distinguiendo entre ingresos de subsidiarias extranjeras provenientes de «negocios activos» e ingresos «pasivos». Los beneficios obtenidos por la venta de bienes en fábricas situadas en el exterior no tendrían que pagar impuestos al Gobierno estadounidense si esos beneficios eran reinvertidos en la operación extranjera. Las empresas estadounidenses tendrían que pagar impuestos solo sobre los beneficios enviados a casa en forma de dividendos, recompra de deuda o fusiones y adquisiciones.

El resultante subapartado F del Código de Recaudación Interna penalizaba el llamado ingreso pasivo. Dividendos e intereses obtenidos a partir de carteras de inversión pagarían impuestos al Gobierno federal a la tasa estadounidense con independencia de si esos beneficios eran reinvertidos en el exterior o repatriados inmediatamente a inversores estadounidenses. Una cuestión importante es que los ingresos de regalías y licencias serían considerados pasivos. Las empresas estadounidenses pagarían la tasa completa del impuesto de sociedades sobre cualquier ingreso obtenido de sus patentes con independencia de dónde afirmasen que estaban situadas esas patentes en su estructura corporativa.[62]

Todo cambió en 1996 con la Decisión del Tesoro 8.697. Se suponía que la nueva norma, que pasó a ser conocida como «marquen la casilla» por los usuarios de la misma, simplificaría las cosas para los contribuyentes y los inspectores del Servicio de Impuestos Internos (IRS).[63] En lugar de ello, lo que hizo fue abrir agujeros enormes en el impuesto de sociedades. Entre otras cosas, los ingresos de regalías y licencias serían ahora tratados de la misma manera que los ingresos de fábricas extranjeras. El IRS se dio cuenta enseguida de algunas de las implicaciones y propuso una nueva regla para evitar acuerdos «contrarios a las políticas y las normas del subapartado F», pero la interferencia política bloqueó

cualquier arreglo. Una vez neutralizado el subapartado F, las mentes más creativas de los departamentos de derecho y contabilidad de todo Estados Unidos empezaron a explotar el nuevo potencial de «intangibilidad». A diferencia de las fábricas o los edificios de oficinas llenos de trabajadores, las patentes y otras formas de propiedad intelectual no ocupan espacio físico. Pueden moverse a cualquier sitio del mundo solo con rellenar unos pocos formularios.

La versión sencilla de la estrategia que seguir es crear una empresa subsidiaria en un paraíso fiscal en lo que respecta al impuesto de sociedades y vender a la subsidiaria el derecho a licenciar la patente al resto de la empresa. La compañía matriz obtiene un pago regular de la subsidiaria que detenta las patentes, a menudo recogido como un porcentaje de los costes totales de investigación y desarrollo (I+D), y la subsidiaria obtiene una parte importante de las ventas globales de la corporación. Si el acuerdo se diseña correctamente, los beneficios pueden trasladarse de sitios en los que los impuestos son altos a sitios donde son bajos.

Esto permite que corporaciones multinacionales de todos los países, no solo Estados Unidos, eviten el pago de impuestos sobre los beneficios obtenidos fuera de su país. Tanto bajo el sistema mundial, que era el que tenía Estados Unidos hasta 2017, como bajo el territorial, que es ahora la norma global, se supone que las empresas tienen que pagar impuestos al Gobierno del país donde se obtengan los beneficios. Para las empresas estadounidenses, evitar el IRS vale la pena solo si los beneficios obtenidos en el extranjero pueden ser también trasladados fuera del alcance de los altos impuestos de otros grandes mercados como Canadá, China, Francia, Alemania y Japón. Igualmente, empresas extranjeras que venden a los estadounidenses tienen razones igual de poderosas para trasladar sus beneficios de Estados Unidos a sitios sin impuesto de sociedades.

Los resultados pueden verse en los datos. A medida que las ventas extranjeras aumentaban en importancia y las grandes empresas estadounidenses se volvían mejores en mover beneficios de un lado a otro, su tasa fiscal efectiva cayó desde un poco por encima del 35 por ciento a mediados de la década de 1990 a alrededor de un 30 por ciento a comienzos de la década de 2000 y un 26 por ciento a mediados de la década de 2010. Aunque la reforma del impuesto de sociedades aprobada a finales de 2017 reducía la tasa del impuesto por debajo del 20 por ciento y más o menos reemplazaba el sistema mundial de fiscalidad societaria por un sistema territorial, no eliminó los incentivos para mover los

beneficios.[64]

Este traslado de beneficios de un lado a otro ha tenido consecuencias más bien extrañas sobre las cifras oficiales de comercio e inversión, especialmente porque las empresas han transferido una parte cada vez mayor del valor de lo que producen a activos intangibles. Alrededor de un 40 por ciento de todos los beneficios obtenidos por corporaciones multinacionales fuera de sus mercados domésticos han sido trasladados de jurisdicciones con altos impuestos, como China, Francia, Alemania, Japón y Estados Unidos, a jurisdicciones con bajos impuestos, como las Islas Caimán, Irlanda y Singapur. Las exportaciones de los países con altos impuestos se reducen artificialmente, las importaciones se incrementan artificialmente, y los beneficios obtenidos de las subsidiarias en paraísos fiscales con respecto al impuesto de sociedades son irrazonablemente grandes.[65]

Pensemos en Apple. Cada iPhone lo monta Foxconn, una compañía separada, a partir de componentes que Apple no produce. Apple misma fabrica pocos bienes —paga a otros para que los fabriquen—. A pesar de ello, gran parte del valor de cada teléfono es retenido por Apple o bien en forma de beneficios pagados a accionistas o bien como salarios pagados a los trabajadores estadounidenses que desarrollaron el software, diseñaron el producto acabado y dirigieron las operaciones de la empresa. La producción de cada iPhone debería, por tanto, generar exportaciones para los países que fabrican los componentes (principalmente Corea, Japón y Taiwán), importaciones de esos componentes para el país donde se montan (China), exportaciones de dispositivos terminados desde el país en el que se montan (una vez más, China) y exportaciones para el país que produjo el sistema operativo y otro software asociado (Estados Unidos).

Esto no es lo que ocurre. En lugar de ello, gran parte del valor generado por las operaciones estadounidenses de Apple cuenta como una exportación desde un paraíso fiscal. Aunque el grueso del valor generado por Apple proviene de sus trabajadores de Estados Unidos, gran parte de los ingresos que genera Apple cuando vende sus productos en el exterior se pagan oficialmente a las subsidiarias de Apple en paraísos fiscales.

Los mecanismos exactos son complicados y probablemente han evolucionado con el tiempo, pero la versión simplificada sería la siguiente. En primer lugar, la subsidiaria irlandesa de Apple paga una tarifa a la matriz en Cupertino, California, para cubrir los costes de investigación y desarrollo. Esto cuenta como

una exportación de servicios de Estados Unidos a Irlanda (la mayoría de las exportaciones estadounidenses de servicios de I+D van a paraísos fiscales, mientras que la mayoría de las importaciones de Irlanda de servicios de I+D provienen de Estados Unidos).

La parte siguiente es más truculenta. Según una investigación publicada por The New York Times a finales de 2016, la planta de montaje de Foxconn en Zhengzhou, China —que ensambla alrededor de la mitad de todos los iPhones— técnicamente no está en China, sino en una tierra de nadie especial rodeada de una frontera aduanera y denominada la «zona vinculada». Esto hace que Foxconn importe componentes sin pagar aranceles chinos. Lo que es más importante, la zona vinculada deja que Apple compre los teléfonos terminados por Foxconn antes de que técnicamente hayan entrado en China, venda esos teléfonos a subsidiarias basadas en paraísos fiscales como Irlanda, y deja después que esas subsidiarias vendan los iPhones al resto del mundo después de añadir su considerable margen de beneficio.[66]

Todo esto permite que Apple contabilice el grueso de sus beneficios en países donde paga los menores impuestos, aunque los teléfonos sean embarcados en puertos chinos. El resultado final es que Apple pagó solo alrededor de un 18 por ciento de sus ingresos antes de impuestos en impuestos en el año fiscal 2017, aunque la empresa esperaba pagar finalmente una tasa impositiva de alrededor del 25 por ciento (los datos de 2018 no son representativos debido a las provisiones únicas de la nueva ley fiscal).[67]

El de Apple no es un caso aislado. Microsoft, por ejemplo, declara que su tasa impositiva efectiva en los años fiscales 2015-2017 fue también de alrededor de un 18 por ciento. Parte de la razón es que Microsoft se las arregló para atribuir solo un 12 por ciento de sus beneficios totales a ventas en Estados Unidos, de media, durante esos tres años. Como señala la propia compañía, «las ganancias en el extranjero, que tributan a tasas menores», le ahorraron alrededor de 19 puntos porcentuales de la tasa estadounidense del impuesto de sociedades. Google también pagó una tasa efectiva de alrededor del 18 por ciento. Solo parte de ello puede explicarse por el hecho de que la tasa del impuesto de sociedades es menor en los principales socios comerciales de Estados Unidos. Igual de importante, al menos, es la capacidad de estas compañías de declarar sus beneficios en países con tasas efectivas cercanas a cero.[68]

Fiscalidad creativa

Las compañías informáticas no son las únicas que pueden explotar las debilidades del sistema fiscal global. Las empresas farmacéuticas gastaron miles de millones de dólares en la investigación y el desarrollo de nuevos medicamentos. Una vez que son aprobados, el coste de fabricarlos es normalmente muy bajo. El valor proviene de los laboratorios que generan las patentes, más que de las plantas en las que se fabrican las píldoras. Situar las patentes en el exterior y fabricar los ingredientes en jurisdicciones fiscales favorables puede reducir la carga fiscal efectiva. Johnson & Johnson, por ejemplo, pagó una tasa fiscal efectiva de alrededor de un 17 por ciento en los años anteriores a los cambios de la ley fiscal de 2017. Las «operaciones internacionales» ahorraron sostenidamente alrededor de un 17 por ciento de la tasa impositiva general.[69]

Casi cualquier multinacional puede usar estos trucos para reducir su carga fiscal si es lo suficientemente creativa. Starbucks hizo que su subsidiaria en los Países Bajos recibiese el 6 por ciento de todas las ventas fuera de Estados Unidos como pago por el derecho a usar la «propiedad intelectual» de la empresa. Un resultado de ello es que Starbucks en el Reino Unido perdía dinero sistemáticamente —o al menos eso era lo que decía la empresa cuando se le pedía que pagase impuestos sobre sus beneficios al Tesoro del Reino Unido—. Y, lo que es aún más impresionante, la subsidiaria neerlandesa que recibía todos esos ingresos en regalías también afirmaba no tener beneficios aunque no asumía ningún coste más allá de algún espacio de oficinas y unas pocas docenas de empleados.[70]

Por tanto, muchas empresas estadounidenses que ganan dinero vendiendo bienes y servicios en ultramar generan ingresos derivados de inversión extranjera directa por sus operaciones en el exterior, en lugar de ganancias de exportaciones atribuibles a Estados Unidos. Alrededor de dos terceras partes de estos ingresos provienen oficialmente de siete países minúsculos que se sabe que ofrecen beneficios fiscales a multinacionales estadounidenses: Bermudas, las Islas Caimán, Irlanda, Luxemburgo, los Países Bajos, Singapur y Suiza. Hasta que los cambios fiscales de 2017 penalizaron esa práctica, las compañías extranjeras hacían que sus subsidiarias estadounidenses pareciesen no ser rentables para minimizar sus obligaciones fiscales en Estados Unidos, a menudo haciéndoles

asumir préstamos a altos tipos de interés de sus empresas matrices. Un resultado de ello es que la inversión externa directa de Estados Unidos produjo de manera constante un 4 por ciento más que las inversiones extranjeras directas en Estados Unidos. Otra es que más de las tres cuartas partes de los ingresos netos obtenidos por subsidiarias extranjeras de corporaciones estadounidenses son ahora atribuidos a un puñado de minúsculos paraísos fiscales.[71]

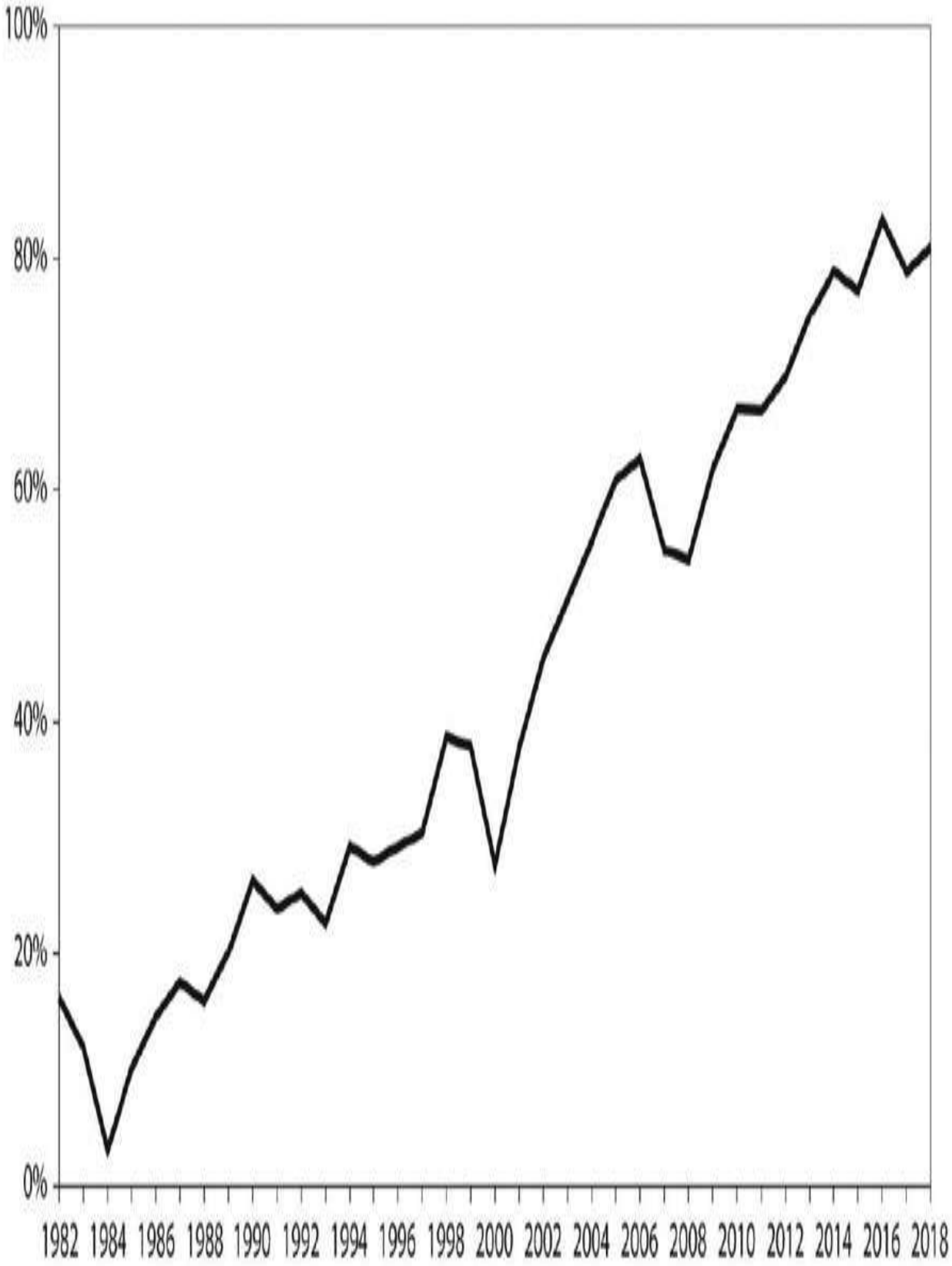
100%
80%
60%
40%
20%
0%
1982 1984 1986 1988 1990 1992 1994 1996 1998 2000 2002 2004 2006 2008 2010 2012 2014 2016 2018

Figura 1.2. La mayor parte de los ingresos por inversión extranjera directa en Estados Unidos están ahora registrados en paraísos fiscales (porcentaje del ingreso neto atribuido a subsidiarias en el Caribe, Irlanda, Luxemburgo, los Países Bajos, Singapur y Suiza). Fuentes: Oficina de Análisis Económico; cálculos de Matthew Klein.

La contrapartida a la hiperrentabilidad de las operaciones extranjeras de las compañías estadounidenses y europeas está en la punta sudoccidental de la República de Irlanda, que, oficialmente, es una de las partes más ricas de Europa. Cork es la mayor ciudad de la región y ha sido la sede del cuartel general europeo de Apple desde 1980. Actualmente, alrededor de seis mil personas trabajan ahí en funciones que van desde la logística hasta la fabricación de iMacs personalizados. También operan en Cork grandes empresas farmacéuticas, como Pfizer, GlaxoSmithKline y Johnson & Johnson. Más al norte, Dublín es la sede de subsidiarias de Facebook, Google y Microsoft.[72]

Hay muchas razones legítimas por las cuales las empresas estadounidenses podrían querer tener operaciones en Irlanda: una fuerza de trabajo con alto nivel educativo y anglohablante, fácil acceso al vasto mercado de consumidores de la Unión Europea y cortos vuelos directos a las principales ciudades estadounidenses. No obstante, hasta la década de 1990, la República de Irlanda era un país marginal y pobre en la periferia de Europa, confinado a una isla mayoritariamente rural y con una historia de relaciones complicadas con su principal vecino.

Para superar estas desventajas, el Gobierno irlandés ha usado desde hace tiempo las ventajas fiscales para atraer la inversión extranjera. La tasa oficial del impuesto de sociedades es de solo el 12,5 por ciento. Es una de las más bajas del mundo y es una de las principales razones por las que tantos productos farmacéuticos se fabrican en Irlanda. Pero esa baja tasa impositiva oficial es menos importante para las empresas estadounidenses que la posibilidad de que las operaciones «registradas» en Irlanda tengan «residencia fiscal» en las Caimán o Bermudas, donde la tasa del impuesto de sociedades es cero. Combínese una pareja de estas subsidiarias cuasi irlandesas, a menudo con una neerlandesa en medio, a continuación muévanse los beneficios de jurisdicciones

con altos impuestos como Alemania a otras con bajos impuestos como Irlanda, y las multinacionales podrán arreglárselas para obtener una tasa impositiva efectiva cercana a cero para sus ingresos internacionales.[73]

En 2018, el año más reciente con datos completos, las subsidiarias irlandesas de las corporaciones estadounidenses generaron alrededor de 53.000 millones de dólares de beneficios —aproximadamente la misma cantidad generada por las subsidiarias estadounidenses en Canadá (31.000 millones de dólares), China (13.000 millones de dólares) y Japón (13.000 millones de dólares) juntas—. Las subsidiarias neerlandesas de empresas estadounidenses generaron 87.000 millones de beneficios en 2018 —aproximadamente igual que los beneficios obtenidos en Australia (10.000 millones de dólares), Brasil (4.000 millones de dólares), el Reino Unido (47.000 millones de dólares), Francia (2.000 millones de dólares), Alemania (7.000 millones de dólares), Hong Kong (8.000 millones de dólares) y México (9.000 millones de dólares) juntos—. Esto no puede explicarse por la existencia de unas relaciones económicas reales; la explicación está más bien en el movimiento de beneficios con el objetivo de minimizar las obligaciones fiscales. Los siete paraísos fiscales juntos fueron responsables de más de 324.000 millones de dólares de ingresos por inversión directa estadounidense en 2018.

Puede que el subapartado F haya sido inutilizado en gran medida por el error del Tesoro en 1996, pero, hasta que las cosas cambiaron con la ley fiscal de 2017, la Ley de Recaudación de 1962 seguía estableciendo que las corporaciones estadounidenses solo podían evitar pagar impuestos estadounidenses sobre esos ingresos en el extranjero si eran reinvertidos en el extranjero. No se permitían dividendos ni recompras de acciones. No obstante, era aceptable casi cualquier otra cosa. El resultado fue que las subsidiarias de las multinacionales estadounidenses situadas en paraísos fiscales acumularon billones de dólares de activos financieros en las últimas dos décadas. Desde 1998 a 2017, las empresas estadounidenses que operaban en los siete paraísos fiscales «ganaron» y después «reinvirtieron» más de 2,1 billones de dólares de beneficios. A lo largo del mismo periodo, las compañías estadounidenses que operan en el resto del mundo ganaron y reinvirtieron menos de 1,5 billones de dólares de beneficios —una diferencia de aproximadamente 640.000 millones de dólares—.

La mayor parte de este dinero volvería a Estados Unidos como inversiones de renta fija, aunque era considerado extranjero a efectos fiscales. Los informes de las empresas son transparentes en este sentido. El informe anual de Apple de

2017 describe cómo la mayor parte de sus activos financieros están «en manos de subsidiarias extranjeras» y, no obstante, están invertidos en «participaciones denominadas en dólares». El informe anual de 2017 de Microsoft afirma que sus «inversiones son predominantemente valores estadounidenses denominados en dólares», aunque al mismo tiempo dice que el 96 por ciento de sus activos financieros están «en manos de nuestras subsidiarias extranjeras y estarían sometidos al efecto fiscal de repatriación material».[74]

Entre principios de 2012 y finales de 2017, las empresas estadounidenses reinvirtieron alrededor de 1,2 billones de dólares en los principales paraísos fiscales, según la Oficina de Análisis Económico. A lo largo del mismo periodo, la encuesta regular a inversores del Tesoro de Estados Unidos informó de que el valor de los bonos del Tesoro, de agencia y otros bonos corporativos propiedad de residentes en el Caribe, Irlanda, Luxemburgo, los Países Bajos, Singapur y Suiza se incrementó en… 1,2 billones de dólares. Es poco probable que esto sea una coincidencia. A finales de 2017, por ejemplo, los residentes irlandeses poseían oficialmente más de 688.000 millones de dólares en deuda del Tesoro de Estados Unidos, de agencias y corporativa, frente a solo 200.000 millones a comienzos de 2012. Durante ese mismo periodo, Apple pasó de tener 56.000 millones de dólares en «valores negociables a largo plazo» a 195.000 millones de dólares, mientras que Microsoft pasó de 63.000 millones de dólares en inversiones financieras a tener 133.000 millones. Aunque su gestión financiera exacta no es conocida, es posible que solo estas dos compañías puedan explicar casi la mitad del incremento total en los valores de bonos estadounidenses declarados por residentes irlandeses. Todos estos arreglos distorsionan los datos de comercio e inversión, especialmente los referidos a las exportaciones e importaciones irlandesas (y, cada vez más, a sus inversiones comerciales domésticas).

La aprobación de la reforma del impuesto de sociedades estadounidense en 2017 significa que las empresas estadounidenses pueden entregar a sus accionistas tantos de estos ahorros externos como deseen, en forma de dividendos y recompras de acciones. Hasta ahora, el impacto ha sido relativamente modesto: las empresas estadounidenses retiraron solo 250.000 millones de sus subsidiarias extranjeras en 2018. Pero el impacto ha sido mucho mayor en los paraísos fiscales. En ese caso, la retirada de efectivo ha alcanzado los 319.000 millones de dólares en 2018. El corolario fue un descenso de 256.000 millones de dólares en el valor de los bonos estadounidenses detentados por residentes de los principales paraísos fiscales entre noviembre de 2017 y junio de 2018.[75]

Los datos normales sobre comercio están llenos de información equívoca para el analista no acostumbrado a manejarlos. La importancia de la evasión fiscal a nivel internacional hace que las cifras bilaterales sean muy engañosas. Afortunadamente, hay una alternativa: la cuenta corriente combina flujos comerciales con flujos de ingresos en activos y remesas transfronterizas, cancelando a todos los efectos el impacto sobre los datos de la evasión del impuesto de sociedades.

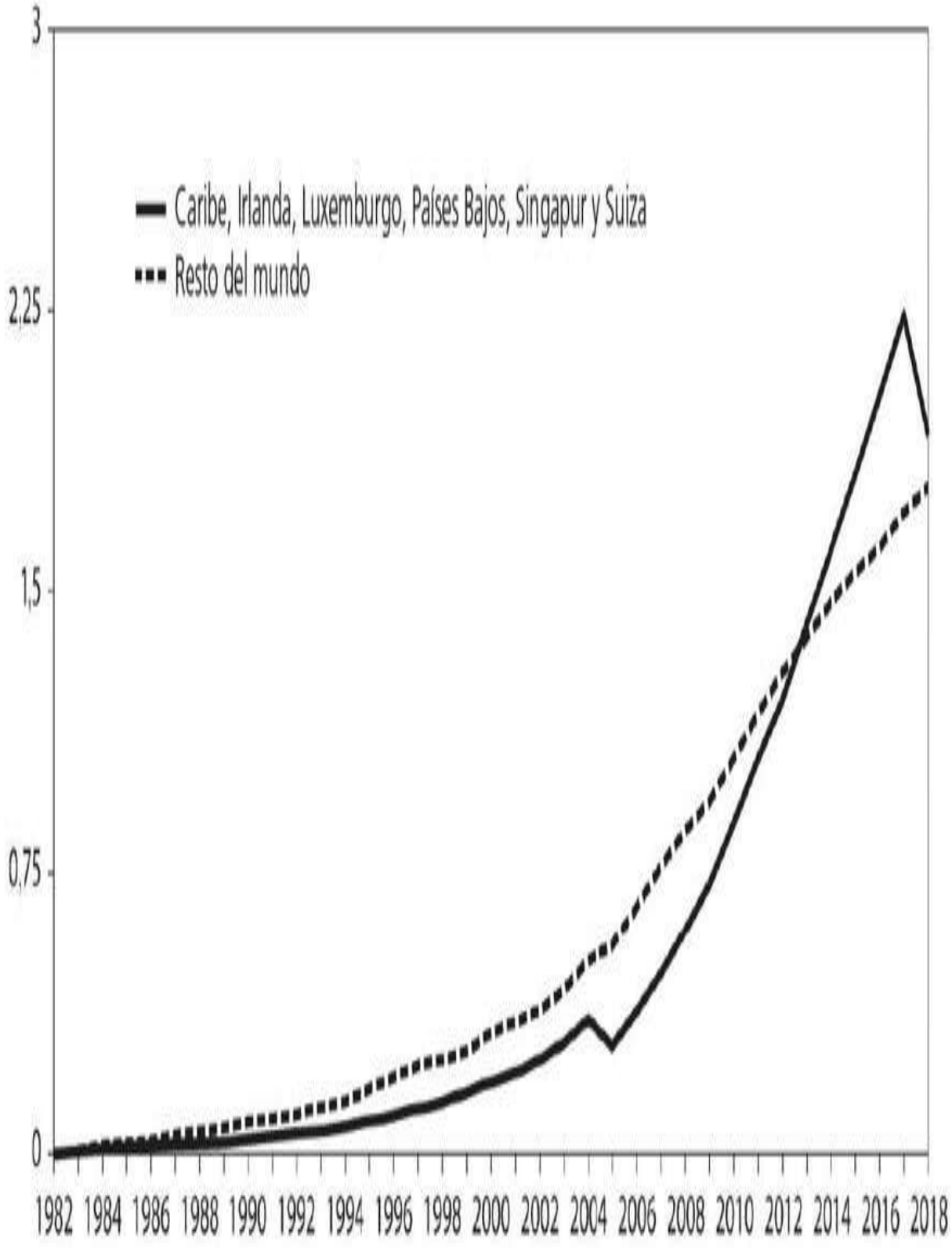
Caribe, Irlanda, Luxemburgo, Países Bajos, Singapur y Suiza
Resto del mundo
3
2,25
1,5
0,75
0
1982 1984 1986 1988 1990 1992 1994 1996 1998 2000 2002 2004 2006 2008 2010 2012 2014 2016 2018

Figura 1.3. El dinero oculto (beneficios empresariales estadounidenses obtenidos y retenidos en el exterior, billones de dólares). Fuente: Oficina de Análisis Económico; cálculos de Matthew Klein.

Hace tiempo podría haber tenido sentido estudiar el comercio de manera independiente, pero ya no es posible entender la economía mundial sin una comprensión completa de cómo se mueve el dinero entre fronteras. Eso, a su vez, requiere tener conocimientos de cómo el sistema financiero internacional ha evolucionado hasta adquirir su forma actual. Mientras que durante gran parte de la historia moderna los flujos de capital internacionales consistían en gran medida en finanzas comerciales y, por ello, reflejaban principalmente desequilibrios comerciales, ya no es así. Los desequilibrios financieros son los que ahora determinan los desequilibrios comerciales.

■

[35] Adam Smith, An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, 2 vols., ed. de Edwin Cannan, Londres: Methuen, 1904, vol. 1, libro 1, cap. 1, disponible en https://oll.libertyfund.org/.

[36] R. H. Coase, «The Nature of the Firm», Economica 4, n.º 16 (noviembre de 1937), pp. 386-405.

[37] Smith, Wealth of Nations, vol. 1, libro 4, cap. 2.

[38] David Ricardo, On the Principles of Political Economy and Taxation, 3.ª ed., Londres: John Murray, 1821, caps. 7, 27, disponible en https://oll.libertyfund.org/.

[39] Ricardo, Principles, cap. 7.

[40] Cameron Hewitt, «Brits on the Douro: A Brief History of Port», Rick Steves' Europe, https://www.ricksteves.com/watch-read-listen/read/articles/the-history-of-port.

[41] Ricardo, Principles, cap. 7.

[42] «President's Address to Both Houses of Congress», Annals of Congress, 1.º Congreso, 2.ª sesión, 8 de enero de 1790.

[43] «Alexander Hamilton's Final Version of the Report on the Subject of Manufactures [5 December 1791]», Founders Online, https://founders.archives.gov/documents/Hamilton/01-10-02-0001-0007.

[44] Douglas A. Irwin, «The Aftermath of Hamilton's "Report on Manufactures"», NBER Working Paper, n.º 9.943, agosto de 2003; Ley para Regular los Aranceles sobre Importaciones y Tonelaje, 14.º Congreso, 1.ª sesión, cap. 107, p. 3, Est. 310 [Arancel de 1816 (Arancel Dallas)].

[45] Friedrich List, Outlines of American Political Economy in a Series of Letters… to Charles J. Ingersoll..., Filadelfia: Samuel Parker, 1827, disponible en https://oll.libertyfund.org.

[46] Friedrich List, The National System of Political Economy, Londres: Longmans, Green, 1909, trad. de Sampson S. Lloyd, disponible en https://oll.libertyfund.org/.

[47] Paul Bairoch y Richard Kozul-Wright, «Globalization Myths: Some Historical Reflections on Integration, Industrialization and Growth in the World Economy», UNCTAD Discussion Paper n.º 113, marzo de 1996.

[48] Adam Tooze, The Deluge: The Great War, America, and the Remaking of the Global Order, 1916–1931, Nueva York: Penguin, 2014; John H. Williams, «The Foreign Trade Balance of the United States since the Armistice», American Economic Review 11, n.º 1, suplemento (marzo de 1921), pp. 22-39.

[49] Harold James y Kevin O'Rourke, «Italy and the First Age of Globalization, 1861–1940», artículo presentado en la conferencia «Italy and the World Economy, 1861–2011», Roma, 12-15 de octubre de 2011; Barry Eichengreen y Douglas A. Irwin, «The Slide to Protectionism in the Great Depression: Who Succumbed and Why?», Journal of Economic History 70, n.º 4 (diciembre de 2010), pp. 871-897.

[50] Informe Anual del BPI, 2017, «Understanding Globalization», https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2017e6.htm; BEA, «National Income and

Product Accounts», tabla 4.1, https://apps.bea.gov/iTable/.

[51] Benn Steil, The Battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the Making of a New World Order, Princeton, NJ: Princeton University Press, 2013; «Resolution VII: International Economic Problems» y «Closing Address by Henry Morgenthau, Jr. [22 July 1944]», en Proceedings and Documents of the United Nations Monetary and Financial Conference, Bretton Woods, New Hampshire, July 1–22, 1944, ed. U.S. State Department, Washington D. C.: U.S. Government Printing Office, 1944, disponible en https://fraser.stlouisfed.org.

[52] Por sus siglas en inglés, General Agreement on Tariffs and Trade. (N. del T.).

[53] Benn Steil, The Marshall Plan: Dawn of the Cold War, Nueva York: Simon and Schuster, 2018; Robert E. Baldwin, «The Changing Nature of U. S. Trade Policy since World War II», en Robert E. Baldwin y Anne O. Kreuger (eds.), The Structure and Evolution of Recent U. S. Trade Policy, Chicago: University of Chicago Press, 1984.

[54] Marc Levinson, The Box: How the Shipping Container Made the World Smaller and the World Economy Bigger, 2.ª ed., Princeton, NJ: Princeton University Press, 2016.

[55] Basado en direcciones de Google Maps; Servicios Fronterizos de Canadá, «Border Wait Times», http://www.cbsa-asfc.gc.ca/bwt-taf/menu-eng.htlm; Protección de Fronteras y Aduanas de Estados Unidos, «CPB Border Wait Times», https://apps.cbp.gov/bwt/mobile.asp?action=n&pn=3800; y Estadísticas de Canadá, «Canada's Merchandise Trade with the U.S. by State», 19 de junio de 2017, https://www.statcan.gc.ca/pub/13-605-x/2017001/article/14841-eng.htm.

[56] Basado en el valor manufacturero añadido por país según el Banco Mundial, https://data.worldbank.org/indicator/NV.IND.MANF.CD; Richard Baldwin, «Global Supply Chains: Why They Emerged, Why They Matter, and Where They Are Going», en Global Value Chains in a Changing World, ed. de Deborah K. Elms y Patrick Low, Washington D. C.: Brookings Institution Press para la Organización Mundial del Comercio, 2013; Robert C. Johnson y Guillermo Noguera, «Accounting for Intermediaries: Production Sharing and Trade in Value Added», Journal of International Economics 86 n.º 2 (mayo de

2011), pp. 224-236; Marcel P. Timmer, Bart Los, Robert Steher y Gaaitzen J. de Vries, «An Anatomy of the Global Trade Slowdown Based on the WIOD 2016 Release», GGDC Research Memorandum 162, diciembre de 2016.

[57] Datos sobre comercio internacional de la BEA, https://www.bea.gov; OCDE, «Trade in Value Added: United States», 18 de diciembre, https://www.oecd.org/industry/ind/TIVA-2018-United-States.pdf; Jude Webber, Shawn Donnan y John Pail Rathbone, «Nafta: First Shots in a Trade War», Financial Times, 30 de enero de 2017; Kristin Dziczek et al., «NAFTA Briefing: Trade Benefits to the Automotive Industry and Potential Consequences of Withdrawal from the Agreement», Centro para la Investigación sobre el Automóvil, 2017.

[58] Basado en los datos de balanza de pagos de Eurostat, https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=bop_c6_q&lang=en, y FMI, Departamento Europeo, «German-Central European Supply Chian-Cluster Report: Staff Report, First Background Note, Second Background Note, Third Background Note», Informe de País n.º 13/263, 20 de agosto de 2013.

[59] Véase, por ejemplo, Kenneth L. Kraemer, Greg Linden y Jason Dedrick, «Capturing Value in Global Networks: Apple's iPad and iPhone», documento de trabajo, julio de 2011; estadísticas de la UNCTAD, http://unctadstat.unctad.org/CountryProfile/GeneralProfile/ es-ES/156/index.htlm; OCDE, «Trade in Value Added: China», 18 de diciembre de 2018, https://www.oecd.org/industry/ind/TIVA-2018-Korea.pdf; Ruey-Wan Liou et al., «Unveiling the Value-Added of Cross-Strait Trade: The Global Value Chains Approach», documento de trabajo.

[60] La mejor referencia es la OCDE, tablas sobre comercio en valores añadidos, https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=TIVA_2018_C1.

[61] Basado en BEA, «International Transactions», tabla 1.3, https://www.bea.gov/iTable/index_ita.cfm.

[62] Ley de Recaudación de 1962, Pub. L. 87-834, 16 de octubre de 1962, 76 Stat. 960. Véase también Keith Engel, «Tax Neutrality to the Left, International Competitiveness to the Right, Stuck in the Middle with Subpart F», Texas Law Review 79, n.º 6 (mayo de 2001).

[63] Por sus siglas en inglés, Internal Revenue Service. (N. del T.).

[64] IRS, «26 CFR Parts 1, 301, and 602», https://www.irs.gov/pub/irs-regs/td8697.txt; Cynthia Ram Sweitzer, «Analyzing Subpart F in Light of Check-the-Box», Akron Tax Journal 20 (marzo de 2005), artículo 1; IRS, «Treasury Notice 98-11», https://www.irs.gov/pub/irs-drop/n-98-11.pdf; IRS, «LB&I International Practice Service Concept Unit on Subpart F», https://www.irs.gov/pub/int_practice_units/DPLCUV_2_01.PDF; Factset, datos de compañías en el índice bursátil S&P 500, https://www.factset.com.

[65] Thomas R. Tørsløv, Ludvig S. Wier y Gabriel Zuckman, «The Missing Profits of Nations», NBER Working Paper n.º 24701, junio de 2018.

[66] David Barboza, «How China Built 'iPhone City' with Billions in Perks for Apple's Partner», The New York Times, 29 de diciembre de 2016; Brad W. Setser, «Apple's Exports Aren't Missing: They Are in Ireland», CFR (blog), 30 de octubre de 2017, https://www.cfr.org/blog/apples-exports-arent-missing-they-are-ireland; BEA, «International Services», https://apps.bea.gov/iTable/index_ita.cfm; Oficina Central de Estadística de Irlanda, «International Trade in Services 2017», https://www.cso.ie/en/releasesandpublications/er/its/internationaltradeinservices2

[67] Cálculos basados en las declaraciones financieras consolidadas de Apple, https://www.apple.com/newsroom/pdfs/fy17-q4/Q4FY17ConsolidatedFinancialStatements.pdf.

[68] Cálculos basados en las ganancias de Microsoft en el año fiscal 2017, «Nota 13-Impuestos a los ingresos», https://www.microsoft.com/ es-ES/Investor/earnings/FY-2017-Q4/IRFinancialStatementsPopups?tag=us-gaap:IncomeTaxDisclosureTextBlock&title=Provision%20for%20income%20tax y Alphabet Inc. (compañía socia de Google), Formulario 10-K, https://abc.xyz/investor/pdf/20171231_alphabet_10K.pdf.

[69] Johnson & Johnson, «Annual Report», 2015, 2017, disponible en https://www.jnj.com/about-jnj/annual-reports.

[70] Tom Bergin, «Special Report: How Starbucks Avoids UK Taxes», Reuters, 15 de octubre de 2012.

[71] Matthew C. Klein, «What the Foreign Direct Investment Data Tell Us about Corporate Tax Avoidance», Financial Times, 23 de noviembre de 2017; Matthew C. Klein, «How Tax Avoidance Distorts U.S. Trade and Investment», Barron's, 5

de mayo de 2018.

[72] Eurostat, «NUTS3 GDP per Capita (Euros per Inhabitant) for Southwestern Ireland», https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=reg_area3&lang=en; Charlie Taylor, «Apple's Secretive Cork Facility Opens Up—To an Extent», Irish Times, 11 de enero de 2018.

[73] Kari Jahnsen y Kyle Pomerleau, «Corporate Income Tax Rates around the World, 2017», Tax Foundation, Fiscal Fact n.º 559, 7 de septiembre de 2017; Robert W. Wood, «How Google Saved $3.6 Billion Taxes from Paper "Dutch Sandwich"», Forbes, 22 de diciembre de 2016.

[74] Apple 2017 10-K, https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/320193/000032019317000070/a10-k20179302017.htm#sCE31BDFF50DA58B8962157DE8467840C; Microsoft, https://microsoft.com/investor/reports/ar17/index.html.

[75] Departamento del Tesoro, datos de «International Capital Flows» (Flujos internacionales de capital), https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/ticsec2.aspx; informes anuales de balances de cuentas, https://www.sec.gov//Archives/edgar/data/320193/000119312512444068/d41135 Microsoft Corporation, «2012 Annual Report: Balance Sheets», https://www.microsoft.com/investor/reports/ar12/financial-review/balance-sheets/index.html; Brad W. Setser, «Ireland Exports Its Leprechaun», Council of Foreign Relations (blog), 11 de mayo de 2018, https://www.cfr.org/blog/ireland-exports-its-leprechaun; Mathew C. Klein, «How Much Do Tax Havens Cost the Rest of Us?», Barron's, 19 de junio de 2018; BEA, «International Data: Direct Investment & MNEs», https://apps.bea.gov/iTable/index_MCN.cfm.

02

El crecimiento de

las finanzas globales

El comercio consiste en trasladar bienes a través del espacio. Esto lleva tiempo e implica riesgos. Los vendedores podrían embarcar bienes falsos, los piratas podrían robar el cargamento o el mal tiempo podría destruir la mercancía. Los compradores podrían negarse a pagar lo acordado o podrían haber prometido vender unos bienes importados y ser incapaces de mantener sus promesas si los productos llegan tarde. La mera voluntad de intercambiar es, por tanto, insuficiente para que se produzca el comercio. Son necesarias las finanzas, que mueven poder adquisitivo a través del espacio y el tiempo. El comercio y las finanzas han estado unidos durante miles de años.

Hay, no obstante, tres formas amplias de pensar en esta relación. Cada modelo mental contiene asunciones radicalmente distintas sobre las fuentes y las consecuencias de los desequilibrios comerciales.

En primer lugar, los flujos internacionales pueden consistir principalmente en finanzas internacionales. En otras palabras, las transacciones financieras están determinadas por los costes relativos de producción y de transporte. Más aún, debido a que la expansión del comercio internacional estará determinada por los principios ricardianos de ventajas comparativas, los desequilibrios comerciales no pueden ser particularmente grandes o persistir durante muchos años. De hecho, se autocorregirán, porque unos déficits o superávits sostenidos obligarán a realizar ajustes domésticos que eliminen los desequilibrios. Aunque podría haber problemas con la distribución de los beneficios, la economía global se beneficia sin duda de este tipo de comercio.

En segundo lugar, los flujos financieros internacionales pueden consistir principalmente en una inversión racional que busca las mayores oportunidades

productivas en todo el mundo. En este escenario, es probable que las finanzas fluyan de las economías ricas y maduras a las economías en desarrollo y con rápido crecimiento, de tal manera que es probable que los desequilibrios comerciales consistan en superávits comerciales para las primeras y déficits comerciales para las segundas. Esto describe a grandes rasgos el comercio durante gran parte del siglo XIX. De nuevo, aunque podría haber problemas con la distribución de los beneficios, la economía global se beneficia sin matices de este tipo de comercio e inversión porque ayuda a las economías menos productivas a converger con sociedades que están en la frontera tecnológica.

Alternativamente, los flujos financieros internacionales pueden estar determinados por una amplia variedad de factores, incluyendo la inversión racional, la especulación, la fuga de capitales, las modas, los pánicos, el mercantilismo, el deseo de seguridad, y así sucesivamente. No obstante, si los desequilibrios comerciales están provocados por esta combinación de flujos financieros, cualquier conexión entre aumento del comercio y mayor prosperidad es solo accidental. Ya no hay ninguna razón clara por la cual la economía global podría salir beneficiada. Más en concreto, en la medida en que los flujos financieros están determinados por cualquier cosa distinta de unos inversores racionales buscando las oportunidades más rentables, los desequilibrios comerciales probablemente detraigan del crecimiento global y distorsionen la composición de muchas sociedades.

El tercer modelo mental es el que se parece más a la realidad. Ninguna de las principales tecnologías financieras —acciones, deuda y seguros— es nueva. La escala masiva de las finanzas internacionales, sin embargo, es un fenómeno relativamente reciente. En una fecha tan tardía como 1855, el valor total de las operaciones financieras transfronterizas era solo el 16 por ciento de un año de producción económica global. Hacia 1870, sin embargo, esa cifra había crecido hasta el 94 por ciento. Hoy, es de alrededor del 400 por ciento.[76]

Este crecimiento se produce en ciclos de booms y crisis. Cada boom de préstamos internacionales parece ser precedido y acompañado por el mismo fenómeno económico. En primer lugar, se produce algún cambio estructural que expande significativamente la definición y la cantidad del dinero, lo que lleva a una rápida expansión del crédito. En Inglaterra, por ejemplo, los cambios regulatorios llevaron a una oleada de nuevos bancos en 1826-1837, cuando el número de bancos creció de 3 a 113, y en 1857-1873, cuando el número de bancos creció de 98 a 128. Ambos periodos se caracterizaron por grandes booms

de préstamos a países en desarrollo, así como por burbujas de inversión en alta tecnología y otros proyectos arriesgados. En segundo lugar, un boom de activos en los mercados domésticos fomenta comportamientos crecientemente arriesgados por parte de aquellos inversores a los que les haya ido bien, normalmente endeudándose más para realizar aún mayores apuestas. Si esas apuestas tienen éxito, los inversores obtendrán grandes beneficios que querrán seguir invirtiendo en los mercados. Finalmente, se pueden producir determinados eventos que hacen que ciertos valores extranjeros se pongan de moda, lo que, a su vez, hace que el dinero cruce fronteras, a menudo hacia arriesgados países en desarrollo.[77]

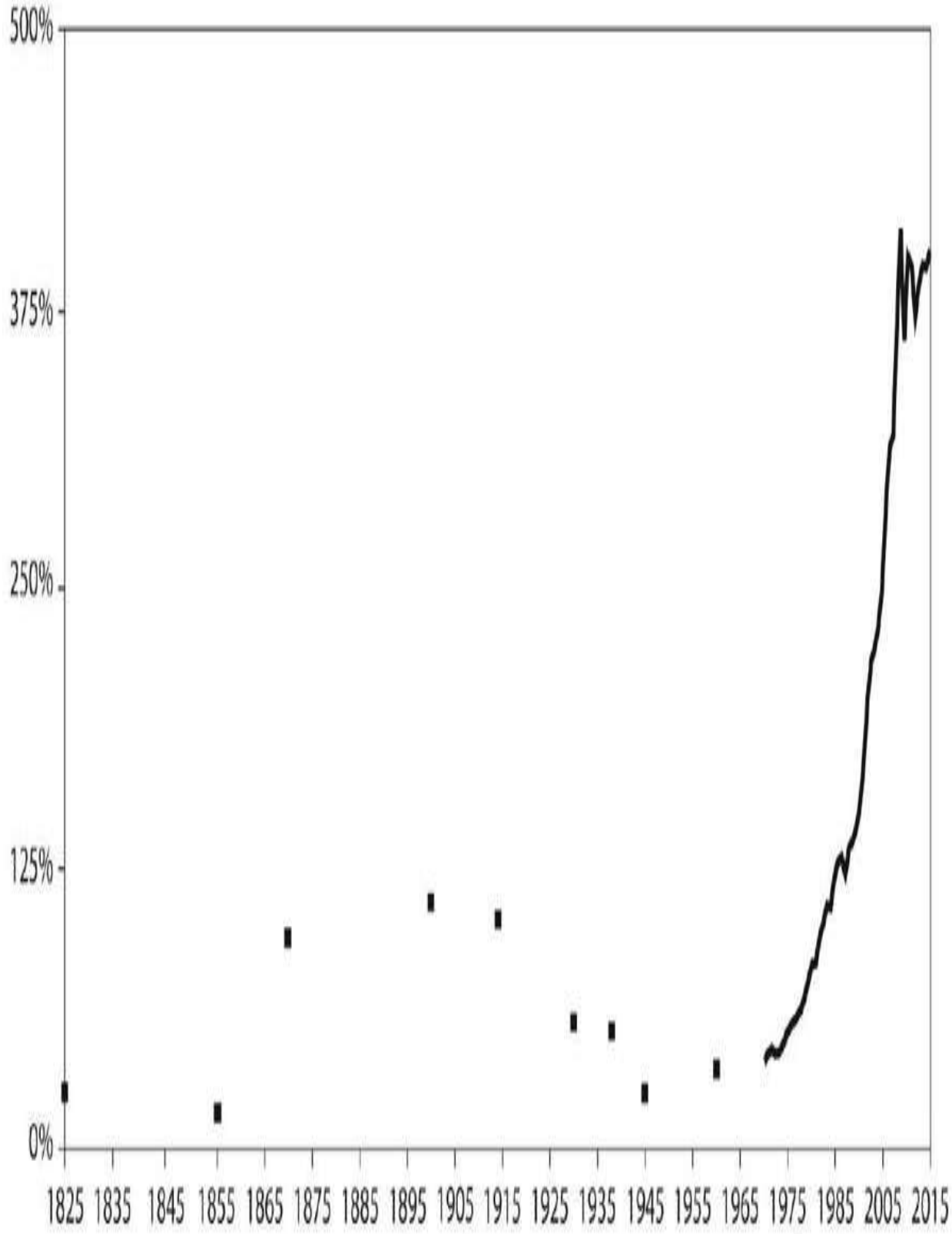
500%
375%
250%
125%
0%
1825 1835 1845 1855 1865 1875 1885 1895 1905 1915 1925 1935 1945 1955 1965 1975 1985 2005 2015

Figura 2.1. El crecimiento de las finanzas transfronterizas (activos y obligaciones como porcentaje de la producción mundial). Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

En cada caso, dentro de un periodo de tiempo relativamente corto, se produce una enorme expansión de los préstamos y la inversión extranjera hacia partes del mundo que previamente habían sido excluidas de todo ello. Los receptores de este nuevo crédito normalmente tienen poco en común más allá de estar lejos de los centros financieros internacionales. El boom normalmente termina cuando la repentina expansión del endeudamiento se frena de manera aún más repentina.

La teoría económica estándar afirma que los flujos de inversión cruzan fronteras para aprovecharse de las diferencias en perspectivas de crecimiento y que cada país es evaluado de forma separada. De acuerdo con ese punto de vista, unos inversores sofisticados evalúan continuamente las oportunidades de inversión en una amplia variedad de países y las comparan con las oportunidades domésticas. Los inversores trasladan su dinero al exterior solo cuando el beneficio esperado de invertir en países extranjeros es lo suficientemente alto en relación con los beneficios esperados de la inversión doméstica.

Hay una forma fácil de comprobar cuál de estas teorías es la correcta: si los flujos financieros fueran determinados puramente por el atractivo relativo de las diferentes oportunidades de inversión, la distribución de los préstamos transfronterizos entre países debería ser aleatoria. No habría booms de crédito sincronizados de los centros financieros a los países de la periferia. Después de todo, cada país es único y los inversores deberían ser capaces de evaluar los efectos de las condiciones políticas locales, las innovaciones tecnológicas, los cambios en la demanda o la oferta de una mercancía importante producida localmente, así como los cambios demográficos. Y, no obstante, la historia de los últimos siglos está repleta de ciclos de crédito sincronizados.

Esta pauta es claramente visible en la relación entre Gran Bretaña y Estados Unidos durante los siglos XVIII y XIX, cuando las dos economías experimentaron ciclos económicos fuertemente relacionados. Parte de la conexión puede explicarse por vínculos fundamentales: Estados Unidos era una

gran fuente de algodón para las fábricas textiles británicas y un gran mercado para los bienes manufacturados británicos, de manera que lo que impulsaba un crecimiento económico subyacente en un país impulsaba normalmente un crecimiento económico subyacente en el otro. No obstante, resulta más significativo el hecho de que estos ciclos estuvieran aún más fuertemente correlacionados con las condiciones financieras en Gran Bretaña. Cuando el Banco de Inglaterra dejaba gustosamente que cayesen sus reservas de oro, ambos países tendían a crecer y los flujos de capital y bienes entre ellos también crecían. Sin embargo, cuando el Banco de Inglaterra retiraba oro del resto del sistema financiero global, ambos países tendían a contraerse. En otras palabras, las crisis económicas y los pánicos en Estados Unidos parecían estar más vinculados a los desequilibrios en las reservas de oro británicas que a cualquier otra cosa.[78]

Historia de los ciclos financieros globales

Periodo	Principales prestatarios	Principal fuente	Resultado
1822-1825	España, Nápoles, Dinamarca, Prusia, Gran Colombia, México, Austria-Hungría, Chile, Rusia, Brasil, Grecia, Perú, Argentina	Británica	Grandes impagos internacionales a partir de 1824, representando alrededor de un 20-25 por ciento de toda la inversión extranjera
1834-1839	Estados de Estados Unidos, Portugal, España, México	Principalmente británica, un poco francesa	Grandes impagos a partir de 1837, fundamentalmente nueve estados estadounidenses tras el colapso de los precios del algodón, representando alrededor de un 20-25 por ciento de toda la inversión extranjera
1864-1875	Estados Unidos, Imperio otomano, Egipto, España, Austria-Hungría, Perú, Rumanía, Estados Confederados de América, Colombia, Túnez	Principalmente británica y francesa, un poco alemana	Grandes impagos en todo el mundo a partir de 1867, representando alrededor del 25 por ciento de toda la inversión extranjera
1886-1890	Estados Unidos, Australia, Argentina, Portugal, Brasil, Grecia	Británica	Muy duradero debido al efecto del impago argentino a Baring Brothers, pero un periodo de crisis relativamente menor a partir de 1890, con menos de un 5 por ciento de toda la inversión extranjera en forma de bonos impagados
1905-1919	Rusia, Canadá, Sudáfrica, Argentina, varios Estados balcánicos, Imperio otomano, Austria-Hungría, Brasil, México, Cuba	Británica, francesa y alemana, en ese orden, y un poco estadounidense	Aunque la deuda impagada representó alrededor del 20 por ciento de toda la inversión extranjera, la guerra y la revolución en Rusia, el Imperio otomano y México fueron las culpables; los altos precios de las mercancías provocados por la Primera Guerra Mundial permitieron que la situación se encauzase rápidamente
1924-1928	Alemania, Francia, Argentina, Cuba, Chile, Perú, Australia, Canadá, Brasil, Rumanía, Nueva Zelanda, Sudáfrica, Yugoslavia, Grecia, Austria, Colombia, Polonia, Turquía	Estadounidense y británica, un poco neerlandesa	Grandes impagos globales a partir de 1931; los bonos impagados representaron hasta un 30-35 por ciento de toda la inversión extranjera

Historia de los ciclos financieros globales (continuación)

Periodo	Principales prestatarios	Principal fuente	Resultado
1970-1981	Brasil, México, España, Venezuela, Corea del Sur, Argentina, Argelia, Turquía, Yugoslavia, Polonia, Rumanía, Egipto, Indonesia, Filipinas, Chile, Unión Soviética	Estadounidense, británica, japonesa, alemana, francesa	Crisis de deuda de países menos desarrollados y la década perdida de 1980
1991-1997	Argentina, México, Brasil, Corea, Rusia, Turquía, Venezuela, Indonesia, Tailandia, varios Estados de la CEI,* Colombia, Panamá, Pakistán	Estadounidense, alemana, francesa, japonesa, británica	Crisis financiera asiática, impago de la deuda rusa, hiperinflación turca, crisis argentina y aumento de ahorros preventivos

*Comunidad de Estados Independientes, entidad sucesora de la Unión Soviética. (*N. del T.*).

Cuando vemos el resultado de este proceso durante los booms de préstamos internacionales de los últimos doscientos años, la cuestión no es simplemente recontar la historia de las finanzas transfronterizas, sino más bien confirmar que los cambios en las condiciones financieras globales a menudo importan más que las perspectivas de crecimiento local. Lo que resulta sorprendente es cómo unos cambios institucionales que llevaban a incrementos o decrecimientos del suministro global del crédito transformaban las percepciones de los inversores de las perspectivas económicas de países individuales. En ocasiones esto llevó a booms de préstamos a medida que el capital fluía de los centros financieros globales en busca de activos arriesgados, extranjeros y domésticos. En otras ocasiones, los cambios de las condiciones financieras provocaron enormes depresiones como consecuencia de la reducción de ahorros provenientes de la periferia. Estos flujos financieros correspondían necesariamente a flujos comerciales, y grandes cambios en las cuentas financieras siempre iban acompañados de cambios iguales y opuestos en las cuentas comerciales.

En otras palabras, los flujos comerciales eran la consecuencia de los flujos financieros. Las innovaciones financieras que llevaron a movimientos masivos de capital británico a Latinoamérica a comienzos de la década de 1820, por ejemplo, estaban directamente conectadas con los masivos superávits comerciales con Latinoamérica durante ese periodo. Estas relaciones comerciales no pueden ser explicadas analizando la eficiencia industrial británica o las ventajas comparadas de los productores latinoamericanos. La mejor explicación es que los flujos financieros transfronterizos transformaron las economías y las obligaron a ajustar las cantidades que importaban y exportaban.

El historiador de las finanzas Christian Suter ha descrito las oleadas de flujos de capital transfronterizas desde los grandes centros financieros a las economías «en desarrollo» en los siglos XIX y XX (véase la tabla adjunta).

El primer boom global del crédito: la década de 1820

A medida que exploramos estas oleadas de inversión, veremos en cada ciclo que los grandes flujos de capital no parecen responder a cambios en las condiciones comerciales subyacentes o ni siquiera a las perspectivas de crecimiento

subyacentes. Más bien son principalmente la consecuencia de unas condiciones de liquidez cambiantes asociadas con booms y colapsos inversores en los mercados financieros de las principales economías bancarias.

Pensemos en la Inglaterra de principios del siglo XIX. Después de ganar las guerras napoleónicas, Gran Bretaña inició un periodo de rápido crecimiento económico y progreso tecnológico. Tras décadas de incertidumbre y privaciones causadas por la guerra, los ricos ahorradores ingleses estaban de nuevo ansiosos por encontrar destinos rentables para sus inversiones. El frenesí subsiguiente llevó finalmente a algunos de los proyectos más descabellados posibles en puntos remotos del planeta —incluyendo al menos un préstamo a un país que no existía—. El resultante boom internacional de los préstamos representó el primer boom crediticio global seguido de una crisis financiera global. Friedrich Engels escribió en la década de 1870 que este colapso supuso la «primera crisis general».[79] Es un modelo útil para evaluar los subsiguientes booms de préstamos, y por ello vale la pena discutirlo detalladamente.

Hubo al menos cuatro cambios importantes en las condiciones financieras británicas que desencadenaron el boom de la década de 1820. El primero fue la indemnización de setecientos millones de francos impuesta a Francia en el segundo Tratado de París, que Francia pudo pagar emitiendo rentes, obligaciones de deuda del Gobierno francés, gestionadas principalmente por el banco mercantil de Londres Baring Brothers. Las indemnizaciones de posguerra siempre han provocado grandes cambios en las condiciones financieras. En segundo lugar, el Gobierno británico anunció en 1822 que convertiría sus antiguos bonos perpetuos con un interés del 5 por ciento en bonos nuevos con un interés del 4 por ciento. Se permitía a los inversores revender los viejos bonos al Gobierno y recibir el principal y los intereses devengados en metálico. Esto puso casi 2,8 millones de libras en las manos de los inversores británicos.

En tercer lugar, también en 1822, el Parlamento permitió que los bancos provinciales imprimiesen dinero para financiar sus préstamos con intereses. Esto resultó ser muy rentable. Según un comentarista, los bancos «inundaron el país de billetes, que encontraron una salida inmediata en un aumento de los precios y una especulación universal». Finalmente, el final de la guerra supuso el fin del bloqueo impuesto por el Sistema Continental de Napoleón y la recuperación de los mercados de exportación. Todo ello combinado con el colapso del gasto militar tuvo como resultado una expansión extraordinaria de las reservas de metales preciosos en el Banco de Inglaterra, desde algo menos de cuatro

millones de libras en 1821 a catorce millones de libras a finales de 1824.[80]

El cambio de las condiciones financieras británicas se produjo durante un periodo de buenas noticias sobre las perspectivas económicas subyacentes de Gran Bretaña: la victoria sobre Napoleón y un boom de innovación tecnológica centrada en los trenes, los barcos de vapor, la iluminación de gas y los productos textiles. Los inversores estaban entusiasmados ante las oportunidades de crecimiento derivadas de la combinación del cambio tecnológico y de la repentina apertura de nuevas partes del mundo. Estaban especialmente entusiasmados con los nuevos países latinoamericanos, con su oro, plata, recursos minerales y, sobre todo, unas poblaciones abiertas, tras derrotar a España en sus guerras de independencia, a las formas liberales de gobierno y a la economía global dominada por Inglaterra.

La fortaleza económica, la victoria militar y unas relajadas condiciones financieras llevaron a un estallido de confianza y un frenesí de inversión especulativa por parte de los capitalistas y rentistas ingleses. Todo ello fue también acompañado de un incremento del 30 por ciento de los precios de los productos de consumo entre 1822 y 1825.[81] Un observador lo describió así sesenta años después:

A comienzos de 1824, por tanto, en lugar de quejas y descontento, los capitalistas de todos lados murmuraban con satisfacción y alegre anticipación de grandes ganancias […]. Los negocios iban viento en popa. Todo el mundo se estaba apresurando a enriquecerse. Especulaciones de lo más descabelladas iban más allá de lo que se consideraría una empresa comercial arriesgada […]. [Había] una acumulación de dinero en los bancos, tanto en Londres como en los centros provinciales. Un capital superabundante intentaba ser colocado en las empresas más arriesgadas posibles. Se planeaban y aceptaban proyectos de todo tipo para la construcción de canales, túneles, puentes, tranvías, carreteras, y así sucesivamente.[82]

Un resultado de todo ello parece haber sido una creciente aceptación de riesgos por parte de los inversores británicos. Las revoluciones latinoamericanas no estuvieron seguras hasta la derrota final de España en la batalla de Ayacucho el 9

de diciembre de 1824 —cuya noticia no llegaría a Inglaterra hasta dos meses después— y, no obstante, en 1822 comenzaría un frenesí de préstamos latinoamericanos con el préstamo de dos millones de libras a la nueva república de Colombia.[83]

Negociado en Londres por el patriota y luego villano Francisco Antonio Zea, este préstamo fue singularmente malo para Colombia. Aproximadamente la mitad del mismo fue intercambiada inmediatamente a un 20 por ciento de descuento frente a unas obligaciones infladas en las que incurrió el Gobierno de Colombia durante la guerra de independencia contra España, y gran parte del resto fue empleado para pagar gastos garantizados y comisiones de ventas o sufrió deducciones debidas a intereses y prepagos de amortización del principal. La república recibió muy poco dinero en efectivo y tuvo que volver al mercado muy poco después.

Sin embargo, el préstamo fue un gran éxito para los inversores y los mercados de capital y fue la base para el despegue del emergente mercado internacional de préstamos. Los banqueros obtuvieron grandes beneficios con riesgos limitados. Los inversores británicos que habían recibido un 4 por ciento sobre los bonos perpetuos de su propio Gobierno estaban deseosos de comprar ingresos fijos derivados de bonos con un interés del 6 por ciento a precios iniciales que iban del 80 por ciento al 84 por ciento del valor nominal, procedentes de un país que, como sugerían muchos promotores y periodistas, no parecía muy distinto de Estados Unidos cuarenta años antes. El bono colombiano se agotó rápidamente en el mercado secundario.

Gracias al éxito del préstamo colombiano de 1822, nuevos prestatarios extranjeros acudieron al mercado ese mismo año. Chile emitió bonos por valor de 1 millón de libras, Perú, de 450.000, Dinamarca, de 2 millones, y Rusia, que había sido uno de los actores principales en la derrota de Napoleón, emitió unos apabullantes 6,5 millones de libras. La transacción más divertida de todas fueron las 200.000 libras ofrecidas por el reino de Poyais. Se trataba de un país centroamericano ficticio cuyo autoproclamado rey, sir Gregor MacGregor, era un aventurero escocés que había luchado junto con Simón Bolívar durante las guerras de independencia (y que tiene una estatua en su honor en Caracas). Después de emitido, el bono se vendió realmente, antes de que unos compungidos inversores se dieran cuenta de que no existía ese país. MacGregor había inventado su reino y había engañado a sus banqueros para que avalasen y promoviesen las perspectivas de crecimiento de su prestatario imaginario.[84]

A lo largo de los siguientes tres años, otros préstamos extranjeros llegaron al mercado. Austria y Portugal emitieron cinco millones de libras entre ambos en 1823. Colombia, México, el Reino de Nápoles, Brasil, la capital de Argentina —Buenos Aires—, Grecia y Perú vendieron cerca de quince millones de libras en 1824. En 1825, el mayor y último año del boom, Dinamarca, México, Brasil, Grecia, Perú, la ciudad mexicana de Guadalajara y Guatemala —todos, prestatarios reincidentes salvo los dos últimos— emitieron colectivamente más de quince millones de libras de nuevos bonos. Además, más de cincuenta empresas por acciones fueron organizadas en 1824 y 1825 con el único objetivo de operar en Latinoamérica. Su capital autorizado era de más de 35 millones de libras, aunque la mayor parte del mismo no había sido aún colocado cuando llegó la crisis.[85]

Al principio, las cosas les fueron bien tanto a los inversores como a los prestatarios. Los booms combinados de préstamos, inversiones y plata insuflaron vida a las nuevas economías emergentes de Latinoamérica, Estados Unidos, el sur de Europa y otros lugares. En Latinoamérica fortalecieron a los nuevos Gobiernos, que creían que la combinación de independencia, republicanismo e integración en la economía mundial permitiría a la región crecer tanto como lo había hecho Estados Unidos. El consumo latinoamericano creció lentamente, mientras que las importaciones desde Inglaterra eran hacia 1825 el doble de las de solo cuatro años antes.

Hacia 1825, empezaron a aparecer los problemas, siguiendo una pauta que más adelante se haría familiar. Estaba claro, por ejemplo, que muchas de las inversiones tenían un valor muy cuestionable, un problema común siempre que un país pequeño intenta absorber grandes flujos financieros. Simplemente, no hay suficientes oportunidades productivas disponibles. Al final, el exceso de crédito invariablemente se despilfarra, se gasta en importaciones de bienes de consumo o, como fue el caso de la década de 1820, de armas para luchar una de las muchas guerras civiles que estallaron inmediatamente después de obtener la independencia de España.

Nada de esto pareció afectar al flujo de inversiones hasta que el Banco de Inglaterra comenzó a endurecer la política monetaria para recuperar reservas de oro. El boom económico de posguerra en Gran Bretaña llevó a un incremento enorme de las importaciones que fue sufragado en parte mediante la exportación de oro. Al mismo tiempo, el oro estaba saliendo de Gran Bretaña por el boom de los préstamos extranjeros. El efecto combinado fue que las reservas de metales

preciosos del Banco de Inglaterra pasaron de catorce millones de libras en 1824 a dos millones de libras a finales de 1825. Los dirigentes del banco respondieron aumentando la tasa de descuento para recuperar oro de todas partes del mundo. Hacia 1827, las reservas se habían estabilizado en alrededor de diez millones de libras.[86]

El aumento de los tipos de interés incrementó los costes financieros de acumular mercancías y presionó a los acaparadores. A medida que los precios bajaban, varios bancos ingleses que habían prestado usando como garantía el café, la hojalata, el hierro, el azúcar y el algodón comenzaron a experimentar problemas con sus préstamos. Para octubre de 1825, tanto los mercados de deuda domésticos como los extranjeros estaban comportándose bastante mal en Londres. Un número de quiebras de empresas comercializadoras de algodón en noviembre llevó a que el Banco de Inglaterra restringiese aún más el crédito para proteger su liquidez (la idea de que el banco central debe más bien incrementar sus préstamos para compensar los cambios en el apetito privado por el riesgo no sería inventada hasta la década de 1870). Esto empeoró las condiciones económicas globales y provocó más descensos en los precios de los activos. A mediados de diciembre, dos grandes bancos londinenses que actuaban como agentes para docenas de bancos provinciales, principalmente en la región textil de Yorkshire, colapsaron. Esto desató el pánico general.

A lo largo de las siguientes semanas, a medida que el pánico por vender alcanzaba a los precios de las mercancías, más bancos londinenses y más de sesenta bancos provinciales se vieron obligados a cerrar. En total, 76 de los 806 bancos de Inglaterra y Escocia cerraron sus puertas permanentemente durante la crisis. Walter Bagehot, el principal economista británico de la segunda mitad del siglo XIX, escribió que el mismo Banco de Inglaterra estuvo a punto de verse obligado a suspender pagos. Los demás bancos comenzaron a reclamar sus préstamos y aumentar su liquidez lo más rápidamente que podían para proteger sus balanzas de pagos, lo que forzó a las empresas industriales a recortar la producción y despedir trabajadores.[87]

Hacia el verano de 1826, la crisis se había extendido a Berlín, Ámsterdam, San Petersburgo, Viena, Roma y París. El efecto sobre todos aquellos que habían pedido préstamos durante el boom fue casi inmediato. En primer lugar, el colapso de la demanda europea deprimió los precios de las mercancías y arruinó los ingresos de las exportaciones latinoamericanas. Al mismo tiempo, la serie de quiebras bancarias provocó un dramático endurecimiento de las condiciones

financieras, de tal manera que incluso los bancos supervivientes estaban desesperados por acaparar oro. Desde mediados de 1825 hasta finales de 1828, no hubo nuevos préstamos extranjeros en el mercado británico.

Privadas de ingresos e incapaces de reunir nuevos fondos, las nuevas repúblicas latinoamericanas no podían pagar los intereses y el principal de sus deudas. A partir de 1826, los pagos se suspendieron en una deuda tras otra. Hacia 1829, cada prestatario latinoamericano excepto Brasil había caído en impago, aunque incluso Brasil, en 1829, necesitó un nuevo préstamo de emergencia de ochocientas mil libras para pagar intereses. Las pérdidas para los inversores británicos fueron enormes y las páginas de la prensa financiera británica pronto se vieron repletas de ira y recriminaciones.

En retrospectiva, el boom de los préstamos en Latinoamérica y Europa puede entenderse como una clásica burbuja especulativa. Muchos comentaristas de la época, no obstante, pensaban de otra manera, insistiendo en que las decisiones de inversión reflejaban unas perspectivas económicas subyacentes reales. Creían que los inversores racionales se veían atraídos por el cambio de las condiciones políticas —la independencia y el republicanismo— que supuestamente llevaría a un mayor comercio internacional y un crecimiento más rápido. En lugar de ello, la revolución y la guerra llevaron a décadas de inestabilidad. El final brutal del boom demostraría lo equivocadas que habían sido las esperanzas de los inversores. Pasaría toda una generación antes de que los prestatarios latinoamericanos recuperasen un acceso pleno a los mercados internacionales.

La década de 1830 y el segundo boom de préstamos internacionales

No pasó mucho tiempo para que las lecciones de la década de 1820 se olvidasen. Solo diez años después del frenesí latinoamericano, los mercados de capital británicos se vieron afectados por otra fiebre internacional de préstamos especulativos. A diferencia de la mayoría de los restantes ciclos globales de préstamos, el boom y la crisis de las décadas de 1830 y 1840 se explican por los estrechos vínculos entre un único prestamista (Gran Bretaña) y un único prestatario (Estados Unidos).

Hacia 1830 Inglaterra había empezado a recuperarse del colapso de 1825. Unas

cosechas extraordinarias a comienzos de la década de 1830 aliviaron la escasez de grano en Gran Bretaña y comenzaron a hacer disminuir su precio. Eso aumentó el poder adquisitivo de la mayoría de los británicos que no eran granjeros. Este factor fundamental fue amplificado por un cambio en las condiciones de liquidez: la Ley Bancaria de 1826 había permitido la creación de nuevos bancos con el poder de emitir billetes de hasta cinco libras esterlinas.

El impacto inicial fue pequeño, gracias en parte al precedente pánico financiero. Hasta 1833, solo se habían creado treinta y cuatro bancos con capacidad de emitir billetes al amparo de la nueva ley. Entre 1833 y 1835, sin embargo, se crearon otros treinta y cuatro, y otros treinta y seis solo en 1836. Al mismo tiempo, los cambios en los procedimientos de descuento del Banco de Inglaterra y una expansión significativa de sus sucursales incrementaron enormemente la cantidad de créditos en papel en circulación. La rápida creación de dinero fue acompañada de un incremento en los precios de activos y mercancías, incluyendo el precio del algodón.[88]

Estados Unidos, mientras tanto, estaba atravesando un boom económico propio que había sido amplificado por unas condiciones financieras laxas. Antes de la elección del presidente Jackson en 1828, el Segundo Banco de Estados Unidos había mantenido la disciplina monetaria comprando regularmente billetes emitidos por otros bancos y canjeándolos por oro. Esto limitaba la cantidad de dinero que los bancos más pequeños podían emitir vinculando su emisión de billetes a una oferta fija de metal precioso.

Sin embargo, una vez que Jackson llegó al poder, comenzó a trasladar los depósitos del Gobierno federal del Segundo Banco a bancos «enchufados», políticamente conectados. Inundados de nuevos depósitos, esos bancos crecieron rápidamente. El efecto se vio intensificado por la pérdida de depósitos del Segundo Banco, lo que le obligó a recortar sus compras de billetes de otros bancos. El resultado de todo ello fue una rápida expansión de todo el sistema bancario. El número de bancos estatales ya había crecido de 329 en 1829 (110 millones de dólares de capital) a 506 en 1834 y 788 en 1837 (alrededor de 500 millones de dólares de capital).[89]

Al mismo tiempo, el Gobierno federal había estado vendiendo enormes cantidades de terrenos públicos y depositando lo recaudado en los bancos enchufados. Esto fomentó la compra especulativa de terrenos públicos con dinero prestado, lo que hizo a su vez que las condiciones financieras se hicieran

más laxas convirtiendo de facto una tierra no mejorada en hipotecas. La creación de crédito hizo subir el precio de los activos tanto en Gran Bretaña como en Estados Unidos. El aumento de los valores de las garantías impulsó la rentabilidad de los bancos y favoreció la creación de aún más bancos.

Los inversores británicos respondieron a los informes de una febril actividad económica y unos mercados en ascenso meteórico aceptando la historia del crecimiento de Estados Unidos y derramando enormes sumas de dinero en préstamos e inversiones estadounidenses. Los destinatarios incluyeron varios Gobiernos de estados estadounidenses, que eran considerados, en esta época anterior a la guerra civil, prestatarios cuasi soberanos. El dinero también se derramó a raudales en canales y ferrocarriles. La actividad industrial impulsó los precios del algodón y otras mercancías empleadas como insumos para las manufacturas.

El resultante influjo de fondos provocó un boom de importaciones en Estados Unidos. El déficit comercial estadounidense se disparó de una media de dos millones de dólares al año entre 1823 y 1830 a una media de veinticuatro millones de dólares al año desde 1831 hasta 1836. Como en la década anterior, los cambios en las condiciones financieras británicas llevaron a un rápido incremento en el poder de compra, un boom local de la bolsa, un aumento del precio de las mercancías y, en última instancia, un enorme incremento de los préstamos a ultramar.[90]

Las cosas cambiaron a ambos lados del Atlántico a mediados de 1836. En julio el presidente Jackson exigió que todas las compras de tierras fuesen pagadas en oro o plata. Los billetes ya no serían válidos. Los préstamos bancarios garantizados con propiedades se veían repentinamente limitados a los depósitos reales disponibles de metales preciosos. La «circular de las monedas metálicas» de Jackson eliminó a todos los efectos la expansión del crédito que había impulsado el boom de la tierra. Más o menos al mismo tiempo, el Banco de Inglaterra decidió aumentar su tasa de descuento del 4 por ciento al 4,5 por ciento, para revertir el flujo de sus reservas de oro. En agosto, subió su tasa de descuento de nuevo, al 5 por ciento.

Al principio, el incremento de las tasas y la reducción de los depósitos en el sistema bancario privado tuvieron pocos efectos porque los bancos ingleses incrementaron su propia creación de dinero para compensar el endurecimiento de las condiciones financieras por parte del Banco de Inglaterra. Simplemente

llevaron a cabo más préstamos y emitieron más billetes y monedas en relación con su oferta fija de reservas de oro. No obstante, una vez que llegaron a Inglaterra las noticias de la circular del dinero en metálico, los directores del Banco de Inglaterra decidieron que dejarían de prestar a los bancos británicos con una «excesiva» exposición a Estados Unidos. Su un tanto torpe anuncio precipitó una bastante rápida contracción global del crédito.[91]

En primer lugar, los bancos británicos con negocios en Estados Unidos vendieron su inventario de algodón para cubrir las retiradas de efectivo. Como resultado de ello, el precio de la principal exportación estadounidense cayó un 30 por ciento a comienzos de 1837. Los británicos, que empezaban a sufrir su propia recesión, recortaron sus préstamos. Irónicamente, el pánico empujó a los bancos privados británicos a retirar sus reservas de oro del Banco de Inglaterra. El Banco de Inglaterra había intentado reconstruir sus reservas, pero, en lugar de ello, seguía perdiéndolas. Al final, tuvo que pedir un préstamo extraordinario de dos millones de libras en oro al Banco de Francia. Incluso con ese préstamo, las reservas cayeron hasta tan solo 2,4 millones de libras.[92]

Los inversores británicos nunca habían prestado al Gobierno federal estadounidense, que había eliminado toda la deuda pública en 1835. Los préstamos iban más bien a una serie de prestatarios privados y a varios Gobiernos estatales. Los estados eran los más sobrecargados, especialmente debido a que los ingresos fiscales eran generalmente bajos y la mayor parte de los fondos públicos provenían de la venta de tierras —ahora fuertemente reducida debido a la circular de pago en metales preciosos— y de distintas formas de impuestos a las importaciones, sobre una base de importaciones que estaba colapsando.

Cuando estos prestatarios se enfrentaron simultáneamente a unos menores ingresos por importaciones, una ralentización de la actividad económica y un estancamiento de la refinanciación, se vieron incapaces de reunir el suficiente oro para realizar los pagos requeridos. El resultado era predecible. Hacia 1842, en el momento álgido de la depresión, Pensilvania, uno de los estados más ricos y de los mayores prestatarios, suspendió el pago de intereses. Para entonces, Arkansas, Florida, Illinois, Indiana, Maryland, Míchigan y Misisipi ya habían dejado de pagar, junto con gran parte del sistema bancario estadounidense. Pensilvania, finalmente, volvió a realizar los pagos de intereses y del principal, pero Misisipi, Arkansas y Florida, con «unos argumentos cuidadosamente razonados», simplemente rechazaron por completo sus deudas.[93]

La crisis internacional de préstamos no fue exclusivamente una crisis estadounidense, pero, dadas su enorme riqueza, las expectativas sobre el país y la cantidad prestada, fue percibida principalmente como una crisis estadounidense. Solo los estados, sin tener en cuenta los prestatarios privados, dejaron de pagar o reestructuraron 120 millones de dólares en préstamos.[94] Los europeos estaban indignados. Se dice que, a finales de la década, James Mayer de Rothschild, el director de la sucursal francesa de la Casa de Rothschild, le dijo a un representante del Tesoro de Estados Unidos, con pomposidad característica, que «puede decir a su Gobierno que ha visto al hombre que dirige las finanzas de Europa y que le ha dicho que no puede pedir prestado ni un solo dólar, ni un dólar». La furia y la sensación de haber sido traicionados que experimentaron los inversores ingleses llevaron a una avalancha de odio y desprecio hacia esos granujas estadounidenses, y se puede decir que la literatura inglesa se enriqueció gracias a las mordaces diatribas que siguieron a este episodio.[95]

La «primera crisis financiera global»: 1873

Europa entró en un periodo largo de crecimiento económico a finales de la década de 1850 y durante la guerra civil estadounidense y las distintas guerras de unificación alemana e italiana. Hasta 1873, las importaciones y las exportaciones se multiplicaron por más de dos en el Reino Unido, Estados Unidos, Francia, Austria y Bélgica. La inversión floreció en las industrias de alta tecnología de los ferrocarriles, los barcos de vapor y el telégrafo, mientras que Estados Unidos encabezó una revolución en la producción agraria.

El fuerte crecimiento de la economía real coincidió con otro estallido de innovación financiera. En Estados Unidos, el secretario del Tesoro Salmon P. Chase vendió bonos a estadounidenses de clase media del Norte para financiar la guerra civil con la ayuda de la recién llegada al mundo de la banca Jay Cooke & Company. Francia, bajo el emperador Luis Napoleón, creó los primeros bancos de inversión universales: Crédit Industriel et Commercial (1859), Crédit Lyonnais (1863) y Société Générale (1864). Estos desarrollos mejoraron radicalmente la capacidad del sistema bancario para atraer los ahorros de las familias de clase media y canalizarlos hacia nuevos proyectos de inversión.

Hacia mediados de la década de 1860, París estaba empezando a rivalizar con Londres como mercado para nuevos préstamos internacionales.[96]

La innovación financiera no se limitó a Francia y Estados Unidos. Alemania también presidió una expansión similar de su sistema bancario y de creación de corporaciones por acciones. Tantas de estas últimas se crearon en 1866-1873 que aún hoy ese periodo es conocido en Alemania como el Gründerzeit, o «era de los fundadores». La mayoría de los nuevos bancos alemanes habían sido creados en la década de 1850, pero en un mercado financieramente atrasado y fragmentado les llevaría casi dos décadas el desarrollarse y unificar el dinero y los mercados de crédito provinciales. También en Austria, el capital bancario, que suponía 190 millones de florines en 1866, crecería hasta 508 millones de florines a finales de 1872. En los primeros tres meses de 1873, se crearon otros 15 bancos con un capital adicional de 72 millones de florines.

Quizá el desencadenante más importante de la burbuja que siguió fue la indemnización de 5.000 millones de francos impuesta a Francia tras perder la guerra franco-prusiana de 1870-1871, que Francia pudo pagar en solo tres años. El pago de reparaciones resultó en una transferencia de riqueza de Francia a Alemania equivalente a aproximadamente el 20-25 por ciento del producto interior bruto (PIB) de cada uno de los dos países.

El boom mundial de préstamos se vio reforzado por la necesidad de financiar el creciente comercio entre las potencias europeas y los países periféricos. La demanda europea de guano peruano (usado como fertilizante) impulsó los ingresos por exportaciones y restauró la confianza de los inversores, permitiendo que los Gobiernos latinoamericanos volviesen a los mercados de capital en la década de 1850 para refinanciar o reestructurar deuda pasada impagada. Para la década de 1860, los Gobiernos latinoamericanos habían solucionado finalmente sus problemas de préstamos y su crédito se vio favorecido por el crecimiento vertiginoso del precio de las mercancías.

Mientras tanto, el boom del oro en California y en Australia expandió tanto las reservas internacionales de oro como la migración humana. Un enorme número de trabajadores y mineros viajaron desde Europa, la Costa Este de Estados Unidos, Chile y Asia Oriental a los centros mineros auríferos. Los precios de los activos aumentaron incesantemente durante la década de 1860, especialmente hacia el final de la década, a medida que el largo y en gran medida ininterrumpido boom económico que comenzó en la década de 1850 reforzaba la

confianza. Los neerlandeses y los alemanes y, en menor medida, los ingleses habían comprado cantidades enormes de baratos bonos del Gobierno de Estados Unidos durante la guerra civil. La victoria del floreciente y seguro de sí mismo Norte hizo que esas inversiones fuesen muy exitosas y estimuló el apetito por nuevos préstamos internacionales.

El comportamiento de mercado se aceleró durante la década de 1860, hasta que, entre 1870 y 1873, los mercados parecieron cambiar y la actividad especulativa se intensificó marcadamente. Los precios globales de las mercancías, que habían estado aumentando, pero se mantuvieron generalmente estables durante la década anterior, repentinamente se dispararon. En Alemania y Austria, una repentina explosión de nuevos bancos dedicados al mercado hipotecario, financiados por las reparaciones francesas, ayudaron a financiar un boom de la construcción que, combinado con el crecimiento acelerado del precio de los valores, sumergió al país en una serie de notorias estafas bursátiles que estuvieron cerca de salpicar al Gobierno de Otto von Bismarck.[97]

En Estados Unidos, la bolsa de Nueva York estaba inmersa en un frenesí especulativo en torno a las acciones de los ferrocarriles y los bonos. Agentes bursátiles como Jay Gould y Jim Diamante Brady se convirtieron rápidamente en jugadores claves y personajes notorios en un mercado que se había vuelto profundamente deshonesto. En Inglaterra el mercado de valores se disparó, y los inversores británicos, tras comprar 57 millones de libras en bonos latinoamericanos durante toda la década de 1860, se hicieron con 59 millones de libras en los primeros tres años de la década de 1870. El historiador económico mexicano Carlos Marichal escribe que durante este periodo «todos los Estados latinoamericanos se vieron acosados por los prestamistas europeos, que los animaban a entrar en la liza financiera. Dadas las circunstancias, no es sorprendente que pocos políticos o banqueros tomasen precauciones frente a un posible cambio abrupto en el clima económico internacional».[98]

Una vez más, una rápida creación de dinero en Europa llevó a un estallido de préstamos internacionales, seguido automáticamente de crecientes desequilibrios comerciales. Entre los más afectados en su comercio estaba el recién creado Imperio alemán, que vio cómo su balanza comercial caía en un déficit masivo a medida que su crecientemente valorada moneda expulsaba a los manufactureros de los mercados globales. En ese momento, la debilidad de las manufacturas se veía compensada con creces por la robustez de los mercados de propiedades y financiero, así como por las florecientes industrias de servicios, por lo que nadie

parecía estar especialmente preocupado por el aumento de las importaciones de bienes extranjeros.

La crisis de 1873 comenzó en Viena con el derrumbe de la bolsa el 8 de mayo. En Nueva York, las noticias pusieron nerviosos a los inversores en bonos estadounidenses del ferrocarril emitidos en el boom precedente. Los especuladores usaron estos valores como garantía de préstamos para comprar más bonos de ferrocarriles, lo que los hizo vulnerables a descensos relativamente pequeños de los precios. El 18 de septiembre, en lo que supuso un tremendo varapalo a la confianza, Jay Cooke & Company —el mayor banco privado de América y el agente financiero del Gobierno estadounidense— se vio obligado a cerrar debido a su acumulación de bonos del Ferrocarril del Pacífico Norte.[99]

Las noticias del cierre de Jay Cooke fueron suficientes para hundir la bolsa de Nueva York. Los vendedores inundaron el mercado. Especuladores que se habían endeudado con la garantía de activos como tierras y bonos del ferrocarril se vieron obligados a vender sus valores a un precio bajo para obtener efectivo y pagar sus deudas. Poco después, bancos de todo el país suspendieron pagos a los depositantes. La bolsa de Nueva York cerró y no volvería a abrir hasta finales de mes. Estados Unidos entró a continuación en lo que serían cinco años de lo que entonces se llamó la Gran Depresión.

En octubre, la crisis volvió al otro lado del Atlántico cuando los mercados alemanes se estrellaron. A Inglaterra le alcanzó en noviembre. El Banco de Inglaterra puso freno a la demanda de oro aumentando su tasa de descuento, exacerbando la crisis. Rusia y los países escandinavos fueron engullidos por el pánico poco después. Francia fue la menos afectada porque su derrota en la guerra franco-prusiana y el subsiguiente pago de reparaciones le ayudaron a evitar el boom del mercado.

Los bancos colapsaron en todo el mundo, mientras que los supervivientes vendían sus activos y acaparaban oro. Una vez más, la contracción del crédito global impidió que los prestatarios internacionales reuniesen los fondos necesarios para pagar sus deudas. Países de Oriente Medio y de Europa dejaron de pagar sus préstamos. China logró evitar el impago de sus bonos extranjeros al coste de liquidar su sistema bancario y perder todo su oro. En 1878, el país declaró que su moneda ya no podría convertirse en metal precioso.

La crisis de Baring y el primer boom de préstamos del siglo XX

Aunque Argentina había obtenido préstamos en los mercados de Londres en las décadas de 1820 y 1860, fue económicamente insignificante durante la mayor parte de este periodo. También escapó a la crisis de 1873 relativamente intacta. Para finales de la década de 1870, se había convertido en un gran exportador de trigo, cuero y carne congelada al mercado europeo. Hacia 1881, el país había reformado su moneda y su sistema bancario y, bajo el liderazgo del general Julio Argentino Roca, comenzó a endeudarse fuertemente para pagar inversiones en infraestructuras y gasto militar. El boom económico subsiguiente le convirtió en uno de los países más ricos del mundo y el preferido de los inversores internacionales. Hacia 1889, entre el 40 y el 50 por ciento de todos los fondos británicos invertidos fuera del mercado doméstico lo eran en Argentina.[100]

Sin embargo, a finales de la década de 1880, las políticas inflacionarias del presidente argentino Miguel Juárez Celman estaban generando oposición política y socavando la sostenibilidad de la moneda a ojos de los inversores británicos. La mayor señal de que se avecinaban problemas fue cuando Baring Brothers, el principal banco de Argentina, realizó una gran oferta de 2 millones de libras por la Empresa de Aguas y Drenajes de Buenos Aires y solo pudo obtener 150.000 libras de los inversores. El resto tuvo que aportarlo el propio banco.

Para mitigar la preocupación de sus acreedores extranjeros, el Gobierno argentino convirtió las cédulas denominadas en pesos (bonos hipotecarios que eran el componente principal de la financiación extranjera) en cédulas denominadas en oro. Se suponía que vincular la deuda doméstica al oro señalaría el compromiso del Gobierno con el mantenimiento de la tasa de cambio. Se pensaba que la recuperación de la confianza de los acreedores extranjeros reduciría los costes de los préstamos y facilitaría a los argentinos reunir nuevos fondos para refinanciar las deudas maduras.

Es esta una estrategia popular —México hizo algo similar en 1994 convirtiendo en dólares parte de su deuda en pesos, por ejemplo—, pero siempre es arriesgada. Si los prestatarios no pueden pagar sus deudas, al final declararán la quiebra —con independencia de lo doloroso que esto resulte—. Lo cierto es que la apuesta de Argentina salió mal. Parte del problema era el Banco de Inglaterra, que aumentó su tasa de descuento del 3 por ciento a comienzos del año a un 6

por ciento en octubre en un intento de desincentivar la salida de oro. Como consecuencia de ello, los préstamos desde Londres se ralentizaron y Argentina empezó a tener crecientes dificultades para reunir dinero para apoyar su moneda. Los nuevos préstamos disminuyeron de 23 millones de libras en 1888 a 12 millones en 1889 y a solo 5 millones en 1890.

Argentina también tenía sus propios problemas domésticos. En julio de 1890, el ministro de Finanzas argentino dimitió por su oposición a las políticas monetarias inflacionarias del presidente Celman y precipitó así la temida crisis del tipo de cambio. La caída de la moneda llevó a un pico de inflación y aumentó el coste del servicio de las cédulas denominadas en oro. A finales de ese mes, un intento de golpe militar obligó a huir al presidente Celman. Aún pasaría un tiempo antes de que las noticias de la devaluación, la crisis política y la incapacidad de Argentina de pagar los intereses de sus deudas alcanzasen Europa.

Para noviembre, las pérdidas en los bonos argentinos —incluyendo aquellos que no se habían podido vender a inversores extranjeros— casi arruinaron a Baring Brothers. El Banco de Inglaterra respondió reuniendo un consorcio de bancos privados para rescatar a Baring porque temía que su colapso arrastrara consigo al sistema financiero británico (algo similar ocurrió en 1998 cuando la Reserva Federal de Nueva York organizó un rescate del fondo de inversión Long-Term Capital Management después del impago de la deuda soberana rusa). No obstante, la intervención fue insuficiente para evitar un pánico financiero más amplio. Los prestamistas británicos respondieron a la crisis argentina congelando los préstamos al extranjero, lo que contribuyó a una serie de pánicos internacionales en todo el mundo en los siguientes tres años.[101]

La crisis argentina finalmente se resolvió, y los préstamos internacionales a Latinoamérica se reanudaron hasta la Primera Guerra Mundial. Después de todo, fue en la década de 1910 cuando los bancos comerciales de Estados Unidos establecieron sus primeras sucursales en ultramar, incluyendo Argentina. De una manera de lo más inusual, este fue uno de los únicos grandes booms de préstamos internacionales que no terminaron en impagos a gran escala, porque las necesidades de los beligerantes llevaron a un rápido incremento de ingresos por exportaciones de prestatarios que podían usarse para el servicio de deudas antiguas. Los únicos países que sí quebraron —Rusia, México y el Imperio otomano— lo hicieron después de revoluciones, invasiones extranjeras o ambas cosas.

Durante la guerra, los estadounidenses prestaron a los europeos, que usaron el dinero para pagar importaciones de alimentos y manufacturas estadounidenses. Después de la guerra, la prioridad inicial de Estados Unidos era recuperar ese dinero. No obstante, esos esfuerzos fracasaron, por lo que la nueva estrategia consistió en proporcionar nuevos préstamos a los antiguos beligerantes para que pudiesen reconstruirse más rápidamente y finalmente pagar las viejas deudas. Los estadounidenses prestaron a los alemanes para pagar reparaciones a Francia para que esta pudiese hacer honor a sus deudas con el Reino Unido, que a su vez debía a Estados Unidos. Esta estrategia circular de préstamos parecía funcionar bien después de la puesta en marcha del Plan Dawes de 1924 de préstamos a Alemania. Los estadounidenses se sintieron cada vez más cómodos prestando al extranjero, y el mercado de préstamos internacionales despegó. En Latinoamérica, esta rápida expansión de nuevos préstamos fue denominada el «baile de los millones». El frenesí subsiguiente de inversiones impulsó los precios de activos tan diversos como préstamos latinoamericanos, barcos, grandes mercancías y, por supuesto, acciones estadounidenses.

El crac de la bolsa en 1929 y el colapso subsiguiente del sistema bancario estadounidense pusieron fin de manera abrupta al boom de préstamos internacionales de la década de 1920. Hubo una repentina explosión temporal de los préstamos internacionales en la primera mitad de la década de 1930, pero fue demasiado pequeña para que sirviese de ayuda. Incapaces de reunir nuevos fondos en Estados Unidos y de ganar lo suficiente en términos de ingresos por exportaciones debido a la deprimida demanda de mercancías, los países más pequeños de la periferia del sistema financiero no pudieron pagar sus deudas. Una vez más, el resultado fueron quiebras masivas.

El boom de préstamos a los países menos desarrollados

La Gran Depresión, la Segunda Guerra Mundial, el comienzo de la Guerra Fría, la introducción de controles de capital y el éxito del Plan Marshall retrasarían el comienzo del siguiente gran boom de préstamos hasta la década de 1970. Ese boom tenía sus raíces en la década de 1950, cuando la Unión Soviética comenzó a trasladar sus depósitos en dólares a bancos suizos para protegerlos de ser confiscados. Con el tiempo, bancos europeos y japoneses prestarían estos

llamados «eurodólares» a prestatarios fuera de Estados Unidos, creando un sistema financiero separado denominado en dólares, que, aunque distinto, estaba conectado con el regulado basado en Nueva York.

La Gran Inflación supuso un gran impulso al crecimiento del mercado de los eurodólares y su primo hermano, el mercado monetario de fondo mutuo. Desde la década de 1930, las regulaciones bancarias estadounidenses habían limitado la cuantía de los intereses que podían ofrecer los bancos para atraer depósitos. La teoría era que limitar la competición haría que los bancos se arriesgasen menos y evitaría crisis. A los bancos estadounidenses y sus depositantes no les importó esta regulación mientras los depósitos generaban más que la inflación. No obstante, para finales de la década de 1960 y comienzos de la de 1970, la aceleración de la inflación supuso que los ahorradores estaban perdiendo dinero dejándolo en cuentas corrientes o de ahorro. A los bancos estadounidenses e internacionales se les ocurrió una solución elegante que les permitiría esquivar las regulaciones bancarias: venderían deuda a corto plazo (papel comercial) a fondos mutualistas que replicarían las características de las típicas cuentas bancarias. Estos fondos del mercado monetario ofrecían a los ahorradores unos rendimientos mucho mayores y permitieron a los bancos europeos —y, más adelante, los japoneses— el acceso a dólares para realizar préstamos.

El atractivo de estos dólares deslocalizados quedó muy claro después de que el precio del petróleo aumentase de dos dólares a casi cuarenta dólares el barril a lo largo de la década de 1970 (entre las causas de este aumento estaba un incremento de la demanda, una caída de la producción en el Estados Unidos continental y problemas de distribución en Oriente Medio). Los exportadores de petróleo obtuvieron enormes ingresos y se vieron inundados de dólares. A pesar de intentarlo, no pudieron gastar ese dinero lo suficientemente rápido y terminaron depositando gran parte de esos beneficios extraordinarios en el mercado de eurodólares. La acumulación de depósitos de dólares en los mayores bancos del mundo financió un boom de préstamos a Latinoamérica, el bloque soviético e incluso Corea del Norte. Los primeros préstamos tuvieron mucho éxito y, tras sobrevivir a las dificultades del primer pico del precio del petróleo, los países menos desarrollados (PMD) respondieron al influjo de crédito con un crecimiento económico más rápido y un aumento de las importaciones de bienes de consumo. A los pocos años, muchos de los mayores bancos del mundo habían prestado una buena parte de su capital a países en desarrollo.

Como en 1825, el frenesí de préstamos a los PMD de la década de 1970 fue

fulminado por una repentina y deliberada contracción monetaria; en esta ocasión, diseñada por la Reserva Federal en 1980-1982 en un esfuerzo por frenar la Gran Inflación de la década de 1970. Los tipos de interés aumentaron hasta tal punto que el canciller de Alemania Occidental Helmut Schmidt dijo su célebre frase de que los tipos de interés reales habían alcanzado su nivel más alto «desde el nacimiento de Jesucristo». Eso provocó que los costes del servicio de la deuda aumentasen al mismo tiempo que los ingresos por la exportación de mercancías colapsaban. Los bancos no estaban dispuestos a financiar nuevos préstamos, al mismo tiempo que perdían depósitos de eurodólares. El resultado fue el predecible: en algún momento, el flujo neto de fondos era demasiado grande para que los PMD pudiesen mantenerlo y, empezando por México en agosto de 1982, comenzaron a pedir a sus acreedores un alivio de sus deudas.[102]

El excedente bancario europeo y la crisis de 2008

El acontecimiento financiero más significativo de las últimas dos décadas fue el lanzamiento del euro en 1999. De un solo golpe, una docena de monedas distintas fueron reemplazadas por una única moneda. Para muchos observadores, el riesgo del tipo de cambio extranjero había sido eliminado, aunque el riesgo de impagos permaneciese. Unos bancos europeos que se habían visto confinados a operar principalmente en su mercado doméstico se vieron súbitamente liberados para prestar a todo lo largo de la unión monetaria continental. Los bancos franceses podían acceder a los ahorros neerlandeses y alemanes para realizar préstamos a prestatarios en Italia y Grecia, los bancos españoles podían pedir prestado a ahorradores franceses y alemanes para hacer préstamos a Portugal e Italia, los bancos italianos podían pedir prestado a los austriacos para prestar a los alemanes: las posibilidades eran ilimitadas. Los bancos europeos podían pedir prestado y prestar mucho más de lo que lo habían hecho nunca.

Una consecuencia de todo ello fue un boom masivo de los préstamos transfronterizos dentro de Europa. La deuda de los residentes de la zona euro a residentes de otros países se incrementó en más de ocho billones de euros entre 2002 y 2008. No obstante, al menos igual de importante fue la expansión de los bancos europeos fuera de Europa, especialmente a Estados Unidos. Hacia 2007, más del 40 por ciento de todo el crédito bancario al sector privado

estadounidense no bancario provino de prestamistas cuya sede estaba fuera de Estados Unidos, principalmente en Europa.

Los bancos europeos se habían convertido a todos los efectos en bancos estadounidenses. Pedían prestados dólares emitiendo deuda a corto plazo a los estadounidenses y usaban los ingresos de la misma para realizar préstamos y comprar bonos hipotecarios en Estados Unidos. Los flujos de dinero desde Europa a Estados Unidos y entre países europeos eran mucho mayores que cualquier otro flujo financiero transfronterizo anterior a 2008.

El resultado fue un sistema financiero genuinamente transatlántico. Muchos de los mayores bancos de inversión implicados en la creación de los llamados bonos hipotecarios de etiqueta privada estadounidenses eran europeos. Deutsche Bank suscribió más bonos hipotecarios de alto riesgo que Goldman Sachs, Bank of America, Citigroup, J. P. Morgan o Countrywide. Los inversores europeos poseían alrededor del 20 por ciento de todos los valores estadounidenses garantizados con activos en vísperas de la crisis. Durante el pánico de 2008, la mayor parte de los préstamos de emergencia de la Reserva Federal fueron a bancos de fuera de Estados Unidos, principalmente de Europa. El economista Hyun Song Shin señaló en 2011 que, globalmente, «los activos denominados en dólares de los bancos fuera de Estados Unidos son comparables en tamaño a los activos totales del sector bancario comercial estadounidense, y alcanzan un pico de alrededor de diez billones de dólares con anterioridad a la crisis».[103]

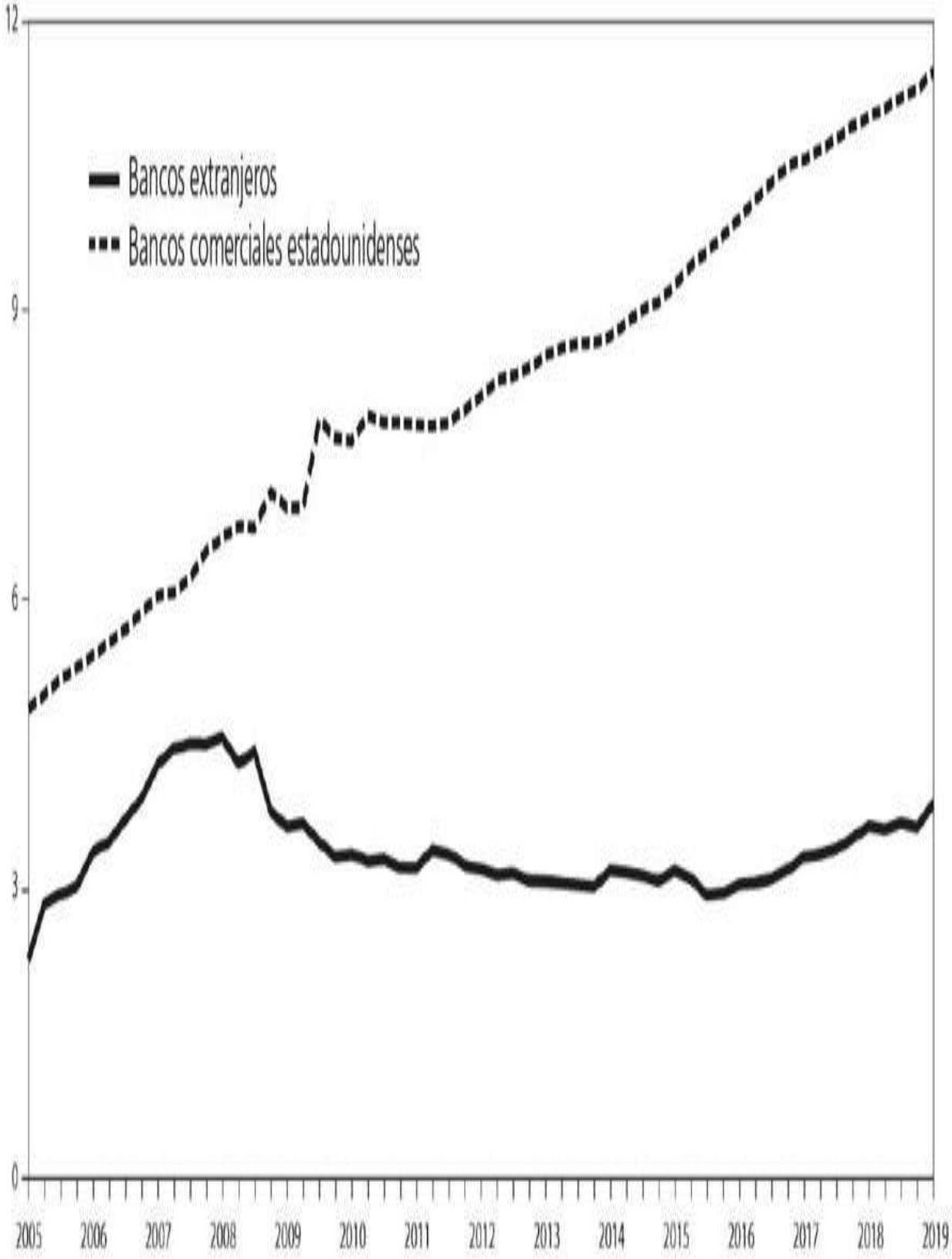
Bancos extranjeros
Bancos comerciales estadounidenses
12
9
6
3
0
2005
2006
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
2016
2017
2018
2019

Figura 2.2. Los bancos extranjeros jugaron un papel principal en el boom del crédito y la subsiguiente crisis en Estados Unidos (crédito bancario proporcionado al sector no financiero estadounidense, por nacionalidad del banco, billones de dólares estadounidenses). Fuentes: Banco de Pagos Internacionales; Consejo de la Reserva Federal; cálculos de Matthew Klein.

Desde cierto punto de vista, este sistema es radicalmente distinto del que existía en la década de 1820. Entonces, habría sido ridículo que un banco británico hubiese financiado una gran proporción de sus préstamos a Colombia pidiendo prestado a ahorradores colombianos. Y, no obstante, en cierto sentido la historia de la década de 2000 demuestra cómo los determinantes esenciales de los flujos financieros transfronterizos han seguido siendo los mismos. Un cambio estructural en la regulación bancaria llevó a un boom de préstamos que fluían desde el mercado originario al resto del mundo. Un cambio de las condiciones financieras en Europa afectó significativamente a las condiciones financieras en Estados Unidos. Más tarde, a medida que los impagos hipotecarios estadounidenses generaban pérdidas a los poseedores de bonos hipotecarios sobre inmuebles residenciales (MBS),[104] las condiciones estadounidenses terminarían afectando a Europa. Las finanzas y el comercio, juntos, conectan al mundo.

Hemos mostrado que ya no vivimos en un mundo en el que los flujos internacionales consisten principalmente en finanzas comerciales, aunque sus asunciones siguen guiando gran parte de las discusiones sobre política comercial. Hemos establecido que los flujos financieros internacionales no consisten principalmente en inversión racional a la búsqueda de las oportunidades más productivas por todo el mundo, sino que están determinados principalmente por cambios en las condiciones del crédito y en el sentimiento especulativo. A continuación, mostraremos que para comprender qué determina los flujos internacionales de capital debemos comprender en primer lugar qué explica el ahorro. El crecimiento a largo plazo está determinado principalmente por el crecimiento de la inversión productiva, que está financiada necesariamente por ahorro, pero un país puede tener más o menos ahorro de lo que necesita para invertir, por lo que debe importar o exportar la diferencia. Como veremos, la tasa de ahorro de cualquier país no está determinada por

factores culturales o actitudes hacia la frugalidad, sino más bien por cómo se distribuyen domésticamente los ingresos.

■

[76] BPI, «Annual Report», 2017, https://www.bis.org/statistics/ar2017stats.htm.

[77] P. L. Cottrell y Lucy Newton, «Banking Liberalization in England and Wales, 1826–1844», en The State, the Financial System, and Economic Modernization, ed. de Richard Sylla, Richard Tilly y Gabriel Tortella, Cambridge: Cambridge University Press, 1999, pp. 76-84.

[78] Burke Adrian Parsons, British Trade Cycles and American Bank Credit: Some Aspects of Economic Fluctuations in the United States, 1815–1840, Nueva York: Arno Press, 1977, pp. 109-114, 324-331.

[79] Friedrich Engels, Socialism: Utopian and Scientific, en Marx and Engels, ed. de Lewis F. Feuer, Nueva York: Anchor Books, 1959, p. 100.

[80] H. M. Hyndman, Commercial Crisis of the Nineteenth Century, 1892; ed. reimpresa, Londres: George Allen and Unwin, 1932, p. 29; Parsons, British Trade Cycles, p. 118.

[81] David Hackett Fisher, The Great Wave: Price Revolutions and the Rhythms of History, Oxford: Oxford University Press, 1996, p. 158.

[82] Hackett, Great Wave, pp. 26-27.

[83] J. Fred Rippy, «Latin America and the British Investment “Boom” of the 1820s», Journal of Modern History 19, n.º 2 (junio de 1947), pp. 122-129.

[84] Frank Griffith Dawson, The First Latin American Debt Crisis: The City of London and the 1822–25 Bubble, New Haven, Conn.: Yale University Press, 1990, ofrece tablas estadísticas en las pp. 246-249. La lista de préstamos e inversiones aquí y más abajo la he sacado de otras fuentes aparte de Dawson. Se trata de Rippy, «Latin America and the British Investment Boom»; y Carlos Marichal, A Century of Debt Crisis in Latin America, from independence to the Great Depression, 1820–1930, Princeton, NJ: Princeton University Press, 1989, pp. 12-41.

[85] Parsons, British Trade Cycles, p. 209.

[86] Parsons, British Trade Cycles, p. 118.

[87] Walter Bagehot, Lombard Street: A Description of the Money Market, 1873 (reimpresión, Londres: John Wiley and Sons, 1999, p. 39).

[88] Hyndman, Commercial Crises, pp. 42-43; Cottrell y Newton, «Banking Liberalization in England and Wales», pp. 96-97.

[89] No hay buenos datos sobre el número de bancos; estas son estimaciones de Paul Studenski y Herman Kroos, Financial History of the United States: Fiscal, Monetary, Banking and Tariff, including Financial Administration and State and Local Finance, Nueva York: McGraw-Hill, 1952, p. 107.

[90] Douglass C. North, «The United States Balance of Payments, 1790–1860», en Conferencia sobre Investigación en Ingresos y Riqueza, Trends in the American Economy in the Nineteenth Century, NBER, 1960, https://newworldeconomics.com/wp-content/uploads/2017/01/US-Balance-of-Payments-1790-1860.pdf.

[91] Bray Hammond, Banks and Politics in America from the Revolution to the Civil War, 1957, reimpresión: Princeton, NJ: Princeton University Press, 1985, pp. 455-458; Douglass C. North, The Economic Growth of the United States, 1790–1860, Nueva York: W. W. Norton, 1966, pp. 199-203; Parsons, British Trade Cycles, p. 118.

[92] Bagehot, Lombard Street, p. 179.

[93] Studenski y Kroos, Financial History of the United States, p. 118. Para un relato de las razones de los impagos estatales, véase Richard Sylla y John J. Wallis, «The Autonomy of Sovereign Debt Crises: Lessons from the American State Defaults of the 1840s», Japan and the World Economy 10, n.º 3 (julio de 1998), p. 290.

[94] Christian Suter, Debt Cycles in the World Economy: Foreign Loans, Financial Crises, and Debt Settlements, 1820–1990, Boulder, Colorado: Westview, 1992, p. 69.

[95] Niall Ferguson, The House of Rothschild: Money’s Prophets, 1798–1848,

Nueva York: Penguin.

[96] Bray Hammond, Sovereignty and an Empty Purse: Banks and Politics in the Civil War, Princeton, NJ: Princeton University Press, 1970; John Niven, Salmon P. Chase: A Biography, Oxford: Oxford University Press, 1995.

[97] Reimpreso en Bagehot, Lombard Street, p. 140.

[98] Marichal, Century of Debt Crises, p. 97.

[99] Charles Kindleberger, A Financial History of Western Europe, Oxford: Oxford University Press, 1993, p. 270; H. M. Hyndman, Commercial Crises of the Nineteenth Century, 1892; reimpresión: Londres: George Allen and Unwin, 1932, pp. 99-127.

[100] Barry Eichengreen, «The Baring Crisis in a Mexican Mirror», International Political Science Review 20, n.º 3 (julio de 1999), pp. 252-254.

[101] Eichengreen, «Baring Crisis», pp. 257-258; Niall Ferguson, The House of Rothschild: The World Bankers, 1849–1999, Nueva York: Viking, 1999, p. 340.

[102] «Business Conditions: How High the Rate?», The New York Times, 16 de julio de 1981.

[103] Hyun Song Shin, «Global Banking Glut and Loan Risk Premium», IMF Economic Review 60, n.º 2 (2012), pp. 155-192; Robert McCauley, «The 2008 Crisis: Transpacific or Transatlantic?», BIS Quarterly Review, diciembre de 2018; BIS, «Consolidated Banking Statistics», https://stats.bis.org/statx/srs/tseries/CBS_PUB/Q.S.5A.4R.U.C.A.A.TO1.R.US?t=b4&c=US&m=S&p=20182&i=1.9; FRB, «Assets and Liabilities of Commercial Banks in the United States —H8», https://www.federalreserve.gov/datadownload/Download.aspx?rel=H8&series=b61c44afd7c4e471552632b71488023&filetype=csv&label=inclu

[104] Por sus siglas en inglés, Mortgage-Backed Securities. (N. del T.).

03

Ahorros, inversión

y desequilibrios

La escasez ha definido la mayor parte de la existencia humana. Hasta tiempos relativamente recientes, simplemente conseguir suficiente comida para evitar morirse de hambre suponía un gran desafío. Durante la larga era de la escasez, la gente tenía que escoger entre usar recursos finitos para invertir en activos productivos o satisfacer necesidades inmediatas (consumo). Históricamente, el consumo ganó. Unas poblaciones crecientes invariablemente consumían cualquier producción adicional, lo que limitaba la creación de riqueza y el nivel de vida. En esas épocas, suprimir el consumo (ahorrar más) era necesario para generar un excedente productivo por encima del consumo para financiar inversiones valiosas.

Sin embargo, cuando los recursos son abundantes, intentar ahorrar consumiendo menos es despilfarrador y contraproducente. Personas que podrían estar trabajando están ociosas a pesar de que los deseos siguen estando insatisfechos. Los campos están baldíos mientras algunos se mueren de hambre. Las fábricas y las máquinas se deterioran por falta de uso. En lugar de generar un excedente que pueda ser invertido, recortar el consumo simplemente lleva a una menor producción. Es más, el exceso de capacidad resultante desincentiva las nuevas inversiones y en última instancia lleva a un menor nivel de vida.

Globalmente, toda la producción económica es o bien consumida o empleada para desarrollar activos productivos. Para el mundo en su conjunto, el ahorro y la inversión son, por definición, iguales. En la mayoría de los países, sin embargo, el ahorro y la inversión no son iguales. Algunos lugares producen más de lo que usan domésticamente, mientras que otros países producen menos de lo que necesitan. Estas diferencias se reconcilian a través del comercio: el exceso de producción se exporta a lugares donde la demanda doméstica (consumo más

inversión) es mayor que la producción doméstica (PIB). El resultado son superávits y déficits.

Esto puede representarse con el siguiente conjunto de ecuaciones simples:

$$\text{Demanda global} = \text{Producción global}$$

$$\text{Demanda} = \text{Consumo} + \text{Inversión}$$

$$\text{Producción} = \text{Consumo} + \text{Ahorro}$$

$$\text{Demanda doméstica} = \text{PIB} + \text{Importaciones} - \text{Exportaciones}$$

$$\text{Exportaciones} - \text{Importaciones} =$$

$$\text{Ahorro doméstico} - \text{Inversión doméstica}$$

Los desequilibrios comerciales permiten que el excedente de una sociedad compense la escasez de otra. En las condiciones correctas, estos superávits y déficits hacen que todo el mundo esté mejor en comparación con un mundo lleno de economías cerradas. Países con pocas oportunidades atractivas de inversión doméstica, quizás por su demografía y su posición a la vanguardia del desarrollo tecnológico, deben ser exportadores netos. Sin mercados de exportación, estos países se verían inmersos en una situación de excedentes permanentes causados por el desequilibrio entre su abundante capacidad productiva y su débil demanda doméstica. Los receptores naturales de esas exportaciones son países desprovistos de los necesarios bienes de capital e infraestructuras. Sin acceso a la producción extranjera, la inversión en los países deficitarios tendría que

competir por unos recursos limitados con el consumo doméstico. No es ninguna coincidencia que dos de las peores hambrunas en la historia moderna —la Unión Soviética en 1929-1933 y China en 1958-1962— fuesen perpetradas por regímenes autoritarios embarcados en una rápida industrialización y aislados del resto del mundo.

No obstante, en otros momentos los desequilibrios comerciales pueden hacer que la gente esté peor. En lugar de aliviar escaseces, las importaciones simplemente expulsan a la producción doméstica. Este ha sido el problema definitorio de las últimas décadas: en algunos países sus ciudadanos gastan demasiado poco y ahorran demasiado. Esto no se debe a que las familias sean especialmente frugales o a que sus Gobiernos sean inusualmente prudentes. No es ni siquiera porque sus empresas estén respondiendo a la escasez de oportunidades atractivas. Más bien es por las elecciones tomadas por élites dentro de esos países de transferir riqueza e ingresos de personas que gastarían más en bienes y servicios, como trabajadores y pensionistas, a otras, como los ricos, que usan ese ingreso extra para acumular activos financieros adicionales. Esto impone una elección insostenible al resto del mundo: absorber el excedente a través de gasto adicional (ahorrando menos) o sufrir una depresión provocada por una demanda global insuficiente.

Dos modelos de desarrollo: altos ahorros versus altos salarios

Las sociedades aumentan su nivel de vida haciendo que más gente trabaje, que los trabajadores sean más eficientes y expandiendo la capacidad productiva. Por tanto, la inversión es esencial para el desarrollo. Hay dos formas básicas para pagar estas inversiones cuando la producción doméstica ya está funcionando a máxima capacidad: transferir recursos de los consumidores domésticos (el modelo de altos ahorros) o transferir recursos del resto del mundo aumentando las importaciones en relación con las exportaciones (el modelo de altos salarios).

En otras palabras:

$$\text{Inversión} = \text{PIB} + \text{Importaciones} - \text{Consumo} - \text{Exportaciones}$$

Aunque muchos países se han basado en alguna combinación de las dos estrategias de desarrollo para pagar por su industrialización, cada enfoque tiene implicaciones específicas para la política doméstica y el comercio internacional. Unos altos ahorros llevan a superávits comerciales porque aumentan la producción en relación con la demanda doméstica, mientras que unos altos salarios tienden a producir déficits comerciales porque aumentan la demanda doméstica por encima de la capacidad productiva existente para intentar atraer inversión extranjera.

El modelo de alto ahorro fuerza a las personas normales a gastar menos para que el Gobierno y las empresas puedan gastar más. Esto, en sí mismo, no es algo nuevo: las élites del mundo han reprimido a los campesinos y se han apropiado de su excedente durante miles de años. La innovación de la estrategia de desarrollo basada en altos ahorros es que se restringe el consumo para pagar inversiones productivas en infraestructura y bienes de capital, más que para pagar elaborados monumentos o ejércitos. Si se hace bien, esta inversión incrementa el nivel de vida de la gente común, aunque su porcentaje de la producción económica disminuya. El modelo de altos ahorros es, por tanto, la versión original del crecimiento basado en el «efecto goteo».

Aumentar la tasa de ahorro nacional es normalmente regresivo y suele requerir una cultura política autoritaria o un alto grado de centralización para que funcione. En esto, la pionera fue la Gran Bretaña del siglo XVIII. En primer lugar, los terratenientes aristocráticos usaron el poder del Estado para expulsar a los agricultores pobres y consolidar sus propiedades en fincas cercadas. Eso impulsó los beneficios agrarios a costa de los campesinos, que se vieron desplazados del campo y obligados a migrar a las ciudades. A medida que la emigración a las ciudades aumentaba, su poder de negociación con los empresarios urbanos disminuía, lo que impedía que los salarios reales aumentasen, a pesar de una creciente productividad. Eso a su vez impulsó los beneficios de los manufactureros, que los reinvirtieron en el desarrollo de capacidad adicional.

En 1740, solo el 4 por ciento de la producción británica se ahorraba en lugar de consumirse domésticamente. Hacia la década de 1820, la tasa de ahorro nacional había crecido al 14 por ciento y Gran Bretaña se había convertido en una superpotencia industrial que exportaba su exceso de producción industrial al

resto del mundo, especialmente sus colonias imperiales y los rápidamente crecientes Estados Unidos. El ahorro forzado permitió una inversión productiva que generó producción adicional que era después empleada para crear inversión adicional. Por sí mismo, el ahorro no crea riqueza, pero es determinante en el proceso de creación de riqueza porque puede emplearse para financiar la inversión.

Sin embargo, Gran Bretaña no cargó esta primera ola de su industrialización exclusivamente sobre las espaldas de sus campesinos sin tierra. También se desarrolló usando elementos del modelo de altos salarios. Aunque se les pagaba cada vez menos con respecto al valor de lo que producían durante la Revolución Industrial, los obreros británicos siguieron ganando, sin embargo, mayores salarios que los trabajadores de gran parte del resto de Europa. Su alta productividad y el favorable clima económico atrajeron capital extranjero, lo que permitió que el gasto en inversión excediese de manera constante al ahorro nacional hasta después de las guerras napoleónicas. La diferencia fue cubierta por los neerlandeses, que se estima que pagaron alrededor de una tercera parte de la inversión británica total en el siglo XVIII. Los neerlandeses estaban dispuestos a ello porque las políticas británicas —incluyendo aranceles protectores y lo que ahora se llamaría robo de propiedad intelectual— hacían que las inversiones en Gran Bretaña fueran más atractivas que las inversiones en los Países Bajos y porque en esos momentos los Países Bajos tenían una economía más madura con menos necesidades de inversión.[105]

Al igual que Gran Bretaña, Estados Unidos usó elementos de ambas estrategias de desarrollo cuando se industrializó en el siglo XIX. Antes de la guerra civil, el Sur usó una forma excepcionalmente cruel de feudalismo agrario para producir cantidades copiosas de algodón, tabaco y otros cultivos comerciales. La producción agrícola del Sur era un componente esencial para los industriales británicos y generaba el núcleo de las ganancias exportadoras de Estados Unidos. El sistema social del Sur —extrema desigualdad de riqueza e ingresos reforzada por la subyugación brutal de la fuerza de trabajo esclavizada— también ahogaba el consumo.

A pesar de generar altas tasas de ahorro, los plantadores tenían poco interés en el desarrollo económico. En lugar de comprar bienes de capital, gastaron sus excedentes en la compra de más trabajadores esclavos y más tierras. Los sureños, no obstante, contribuyeron a la industrialización estadounidense porque estaban atrapados detrás de unas altas barreras arancelarias y, por ello, eran

clientes cautivos de los bienes manufacturados en el Norte. Las exportaciones agrícolas del Sur, generadas por el trabajo esclavo, ayudaron indirectamente, por tanto, a pagar las importaciones del Norte de avanzadas tecnologías y maquinaria europea que fueron empleadas para fomentar la capacidad industrial del Norte.[106]

No obstante, mucho más importante para el desarrollo económico de Estados Unidos fue el uso que hizo el Norte del modelo de altos salarios para financiar su industrialización. Fuera de los estados esclavistas, la existencia de tierra abundante, instituciones liberales y creatividad yanqui implicó que los trabajadores estadounidenses tuviesen los salarios más altos del mundo y disfrutasen de unos niveles de vida crecientes. Al mismo tiempo, unas altas tasas de natalidad y una alta inmigración convirtieron al mercado doméstico estadounidense en el ejemplo de crecimiento más impresionante de la historia de la humanidad. La población de Estados Unidos creció desde cuatro millones en el censo de 1790 a cuarenta millones en el de 1870 y a aproximadamente ochenta millones hacia 1900. Unos aranceles proteccionistas sesgaban ese mercado en favor de los bienes estadounidenses frente a los importados.

El resultado combinado de todo ello era que las inversiones en el desarrollo económico estadounidense fueron increíblemente atractivas para los ahorradores europeos, especialmente los británicos. El ahorro exterior era por ello capaz de suplementar al doméstico para pagar importaciones estadounidenses de bienes de capital y aumentar la inversión estadounidense sin deprimir el consumo. Hasta finales del siglo XIX, Estados Unidos importó sistemáticamente más bienes de los que exportó al mismo tiempo que su producción industrial se multiplicaba.

Como las relaciones económicas angloneerlandesas en el siglo XVIII, las relaciones angloamericanas en el siglo XIX se basaban en la transferencia del exceso de producción de una sociedad más pequeña, pero más avanzada, a otra mayor, pero inmersa en una rápida industrialización. Las mismas fuerzas atrajeron a millones de inmigrantes a América desde Europa. Después de su llegada, muchos de estos inmigrantes montaron negocios usando avanzadas tecnologías y conocimientos de sus países de origen. Los economistas estiman que el valor de este flujo de capital humano fue siete veces mayor que el de la inversión extranjera convencional a lo largo del siglo XIX. La victoria del Norte en la guerra civil y la subsiguiente expansión hacia el oeste de las fronteras terrestres estadounidenses solidificaron el compromiso de Estados Unidos con el

modelo de altos salarios e incrementaron su potencial industrial aún más. Una creciente desigualdad en el Norte en las décadas posteriores al final de la guerra civil acabaría deprimiendo el consumo en relación con la producción, lo que supuso que una parte mayor de la inversión podía ser financiada internamente. A comienzos del siglo XX, Estados Unidos se había convertido en exportadora neta.[107]

Los logros de Estados Unidos atrajeron a admiradores e imitadores, especialmente en Alemania y Japón. Friedrich List, uno de los primeros teóricos del sistema estadounidense, argumentó explícitamente que el mercado estadounidense internamente vibrante pero externamente protegido era el modelo para la economía alemana unificada. Una década más tarde, Erasmus Peshine Smith publicó su Manual de economía política (1853), quizás la defensa teórica más importante del estado desarrollista estadounidense. Como muchos otros en el Estados Unidos anterior a la guerra, Smith veía el abolicionismo, el proteccionismo y la inmigración de masas como parte de un programa común opuesto al mercado libre y a la esclavitud. Desde su punto de vista, los altos salarios estadounidenses —un producto de altos aranceles, tierra abundante y, fuera del Sur, libertad humana— explicaban su excepcional productividad. Una fuerza de trabajo cara obligaba a las empresas a ser más eficientes y a invertir en capital. Al mismo tiempo, el rápido crecimiento demográfico expandía el mercado doméstico y recompensaba la inversión empresarial.[108]

Los argumentos de Smith encontraron una audiencia receptiva en Japón. El sogunato no estaba preparado cuando los buques de guerra estadounidenses llegaron a la bahía de Tokio en 1853 y se vio obligado a aceptar unos tratados comerciales desventajosos con Occidente. Esos tratados impidieron que Japón estableciese aranceles mayores de un 5 por ciento sobre las importaciones. La insatisfacción con los trastornos económicos subsiguientes y con el tratamiento que el régimen daba a los extranjeros llevó a una revuelta de las élites con el objetivo de restaurar al emperador Meiji como jefe del Estado en 1868. En 1871 Smith fue invitado a Tokio para aconsejar al nuevo Gobierno sobre derecho internacional. Fue a Japón y rápidamente se convirtió en un consejero influyente del Gobierno japonés. Aunque Japón no pudo ajustar sus aranceles hasta 1899, adoptó de todas formas varios elementos reconocibles del sistema estadounidense.

En primer lugar, el Gobierno invirtió activamente en mejoras internas, especialmente carreteras y ferrocarriles. En segundo lugar, siguiendo el consejo

de Alexander Hamilton un siglo antes, el Gobierno subsidió «fábricas modelo» de barcos y material militar. El historiador económico Kenichi Ohno señala que estas fábricas «tuvieron unos efectos de demostración muy fuertes sobre los empresarios japoneses» y «formaron a un gran número de ingenieros japoneses que más adelante trabajaron en ellas o crearon nuevas fábricas». Todo este gasto público fue financiado con nuevos impuestos sobre la tierra y préstamos obligatorios por parte de japoneses ricos —altos ahorros para sufragar nuevas inversiones—. El objetivo explícito era desarrollar una capacidad productiva indígena que finalmente desplazase a las importaciones.

Hasta que llegase ese momento, sin embargo, Japón también se apoyó en extranjeros para su modernización. Como en Estados Unidos, la inmigración de especialistas, incluyendo Smith, transfirió capital humano de Occidente, mientras que se financiaba a estudiantes japoneses para ir al extranjero y estudiar en universidades occidentales. Japón también tenía un gran déficit comercial, e importaba más de lo que exportaba al resto del mundo. Además de materias primas como algodón, casi toda la maquinaria avanzada, incluyendo motores de ferrocarril y generadores eléctricos, tenía que ser importada.[109]

La versión más extrema del modelo de altos ahorros fue la Unión Soviética bajo Iósif Stalin. El golpe bolchevique de 1917 y el subsiguiente repudio de la deuda externa de Rusia convirtió a la URSS en un Estado paria incapaz de acceder a los ahorros del resto del mundo. Además, los soviéticos se oponían a abrir su país a los inversores extranjeros por motivos ideológicos. La falta de capital impuso una constricción severa sobre una sociedad en gran medida agrícola: los bienes extranjeros solo podían ser obtenidos mediante trueque o robo. Y, no obstante, Stalin estaba comprometido con una rápida industrialización para asegurar, en sus propias palabras, «la independencia de la economía socialista frente al asedio capitalista». Como George Washington ciento cincuenta años antes, Stalin creía que el desarrollo de una capacidad industrial indígena era un imperativo de seguridad nacional. A diferencia de los estadounidenses, Stalin escogió desarrollar esa capacidad sin recurrir a los déficits comerciales financiados mediante inversión externa. Los soviéticos, por tanto, tendrían que exportar para pagar por sus sustanciales importaciones de tecnologías avanzadas y bienes de capital.

En las décadas de 1920 y 1930, esas exportaciones eran fundamentalmente metales comunes, oro y grano. Extraer el metal en cantidades suficientes sin maquinaria requería muchos trabajadores, que eran suministrados a bajo coste

por el sistema del gulag de campos de trabajos forzados para los enemigos políticos del régimen. Conseguir un excedente de los campesinos era más complicado. Mientras los bolcheviques luchaban por controlar las ciudades después de 1917, el campesinado había luchado y ganado una revolución paralela contra los viejos terratenientes. La victoria de los campesinos significó que podían retener el excedente que generaban por trabajar la tierra que poseían.

A comienzos de la década de 1920, los bolcheviques pensaron que no tenían otra opción que acomodar a estos nuevos capitalistas agrarios para preservar el éxito de su revolución proletaria en las ciudades. Vladímir Lenin comparó la resultante Nueva Política Económica con el Tratado de Brest-Litovsk de 1918 con la Alemania imperial, que había salvado al régimen bolchevique a costa de la frontera occidental de Rusia. Se suponía que ambas eran soluciones provisionales. A finales de la década de 1920, Stalin concluyó que la correlación de fuerzas había cambiado y esclavizó violentamente al campesinado soviético a través de un proceso denominado «colectivización». Aunque la producción agrícola era menor bajo propiedad estatal, el Gobierno tenía un control total sobre la misma y podía extraer un excedente considerable exprimiendo a los campesinos. A finales de la década de 1930, el típico ciudadano soviético obtenía menos calorías de cereales que en el periodo prerrevolucionario, pero muchas más calorías del vodka.

Fue una catástrofe humanitaria, pero permitió importar equipo industrial del principal socio comercial de los soviéticos: la Alemania nazi. Las diferencias ideológicas eran insignificantes comparadas con las necesidades económicas complementarias de ambas sociedades. Ambos países eran parias internacionales, lo que los aislaba de los mercados globales, y ambos estaban dispuestos a esquivar los límites impuestos por Occidente comerciando entre ellos. Al igual que en la relación entre la Alemania imperial y la Rusia zarista, la Alemania de la década de 1930, pobre en recursos, intercambiaba manufacturas avanzadas por las materias primas que necesitaba para su rearme. Los alemanes estaban dispuestos a suministrar su tecnología a los odiados comunistas porque pensaban que los soviéticos no podrían modernizarse lo suficientemente rápido como para ser una amenaza militar. Los soviéticos tenían el punto de vista opuesto (y creían que los nazis se concentrarían en luchar contra Occidente), por lo que se sentían satisfechos proporcionando suministros cruciales a los nazis para pagar su propia transformación industrial.

En vísperas de la Segunda Guerra Mundial, Stalin había logrado su objetivo

estratégico de tener una base industrial doméstica. Si la Unión Soviética hubiese seguido siendo una primitiva sociedad agraria, no habría derrotado a los alemanes, que habían superado a Rusia en la Primera Guerra Mundial. Pero aunque Stalin había transformado sus dominios en una formidable potencia militar, se había logrado a un coste (autoimpuesto) enorme. Gran parte de la población soviética había sido reclutada para realizar trabajos forzados. Decenas de millones habían muerto de hambre para suministrar las exportaciones agrarias necesarias para pagar los productos industriales occidentales. Los soviéticos tenían tanques y aviones modernos, pero los soldados carecían de bienes básicos como botas y radios. Los bienes de consumo eran, en general, inaccesibles. La experiencia de la Unión Soviética demostró tanto el triunfo como las limitaciones del modelo de crecimiento de altos ahorros.[110]

Japón desarrolló una variante más humana del modelo de altos ahorros después de la Segunda Guerra Mundial. Los trabajadores, los empresarios y el Gobierno acordaron un contrato social que generó décadas de rápido crecimiento y convergencia económica con Occidente. Los trabajadores acordaron no ir a la huelga y limitar sus peticiones de incrementos salariales. Los empresarios acordaron reinvertir agresivamente sus beneficios en capacidad doméstica y mejoras tecnológicas. El Gobierno acordó apoyar a las empresas con préstamos baratos a costa de los ahorradores corrientes, así como establecer restricciones regulatorias sobre las importaciones para proteger el mercado doméstico. Dentro de Japón, un puñado de conglomerados dominaron la economía en un oligopolio a costa de los consumidores.

En el exterior, estas mismas empresas competían ferozmente entre sí y contra productores europeos y de Estados Unidos por conseguir cuota de mercado, lo que les obligaba a ser eficientes e innovadoras. Los trabajadores, consumidores y jubilados japoneses subsidiaban el desarrollo industrial pagando de más por los bienes y servicios, llevando a casa un porcentaje menor de la producción nacional que sus equivalentes de Occidente y usando un sistema financiero diseñado para transferir poder adquisitivo de las familias a las empresas. Las compañías japonesas devolvían el favor mejorando la base manufacturera del país, transfiriendo a los trabajadores las ganancias en productividad y absteniéndose de pagar en exceso a sus ejecutivos, mientras que el Gobierno invertía en infraestructuras de primer nivel.

El modelo de desarrollo japonés creó problemas a medida que el país convergía con los niveles de vida occidentales. Cuando una sociedad tiene abundancia de

trabajadores educados e industriosos, pero carece de suficiente capital físico y tecnología, hay muchos proyectos obvios en los que vale la pena invertir. Transferir poder adquisitivo de los trabajadores a los empresarios y al Estado puede, por tanto, acelerar el desarrollo nacional.

Desgraciadamente, los sesgos institucionales de Japón a favor de la inversión frente al consumo crearon presiones para seguir invirtiendo incluso después de que se hubiesen completado los mejores proyectos. Hacia comienzos de la década de 1980, los mecanismos creados después de la guerra para constreñir el gasto de las familias y subsidiar a las corporaciones dejaron de ser útiles. Las ganancias marginales de cada inversión adicional cayeron paulatinamente, mientras que las constricciones sistemáticas impuestas al gasto de las familias exacerbaron el descenso de los beneficios derivados de las inversiones. La sociedad japonesa se ajustaría finalmente en las décadas de 1990 y 2000, pero de manera innecesariamente dolorosa: la inversión empresarial se desplomó, el desempleo aumentó y la tasa de ahorro de las familias cayó a cero para compensar el débil crecimiento de los salarios. Esto podría haberse evitado si Japón hubiese abandonado antes su modelo de desarrollo.

Muchos países poscoloniales intentaron modernizarse siguiendo las variantes soviética o japonesa del modelo de altos ahorros. Después de su división en 1948, Corea experimentó ambas versiones. Hasta la década de 1970, el Norte comunista parecía tener más éxito que el Sur, más orientado hacia el mercado y que había copiado muchas características del modelo japonés. A medida que pasaba el tiempo, sin embargo, la principal ventaja del sistema soviético —el rápido desarrollo de capital físico— fue compensada con creces por las severas desventajas de una baja productividad, incapacidad para innovar y malas inversiones sistemáticas.

Por el contrario, los conglomerados de Corea del Sur, imitando conscientemente la experiencia de sus modelos japoneses, tuvieron que mejorar su tecnología para competir en los mercados globales. En 1970, el nivel de vida de Corea del Sur era solo una décima parte del de Estados Unidos. Después de la crisis financiera coreana de 1997, su nivel de vida era alrededor de la mitad del de Estados Unidos. Para 2016, sin embargo, el nivel de vida de Corea del Sur había alcanzado casi el 70 por ciento del de Estados Unidos —comparable al de Japón, Nueva Zelanda y Francia—.[111]

En el siglo XIX, el modelo estadounidense de altos salarios era complementario

a los excedentes de Gran Bretaña. Argentina, Australia y Canadá eran también recipientes bien dispuestos de los ahorros británicos. El mundo en su conjunto prosperó con estos acuerdos porque, con la excepción de Argentina, las sociedades que recibían recursos del exterior eran generalmente las que podían hacer mejor uso de los mismos. Al mismo tiempo, el exceso de producción provenía de las sociedades más ricas y más avanzadas. A finales del siglo XX, las cosas habían cambiado. Los países pobres estaban en muchas ocasiones subsidiando el consumo de los ricos —a costa de ambos—.

El exceso de ahorro y el Gran Excedente

La escasez dejó de ser un problema serio en el mundo rico en algún momento cerca del último cuarto del siglo XX. Fabricar cosas era más fácil y barato que antes. Las escaseces habían sido reemplazadas por los excedentes. La vieja necesidad de elegir entre consumir más hoy y producir más mañana había desaparecido. La inversión está ahora constreñida por un consumo insuficiente, más que por la vieja competición por recursos. La condición moderna se define, por tanto, por la perversa coincidencia de recursos abundantes en desuso y necesidades materiales no satisfechas. Esto ha tenido profundas consecuencias para las relaciones entre los ahorros, la inversión y el comercio.

Hay dos componentes básicos de la producción: trabajo y capital. Ambos han sido abundantes durante décadas. Las tasas de desempleo en el mundo rico han sido sistemáticamente mayores que nunca desde la década de 1970. La situación parece aún más extrema después de tener en cuenta el empleo a tiempo parcial, que deprime el número de horas trabajadas por empleo, y el crecimiento paulatino del porcentaje de personas en edad laboral que ni trabajan ni estudian. Si hubiese más trabajo que realizar, sería fácil cubrir los empleos necesarios. El problema ha sido una ausencia de demanda de trabajo.[112]

Se podría contar una historia similar sobre la oferta de capital productivo. La Reserva Federal ha seguido de cerca la capacidad productiva del sector industrial estadounidense y su relación con la producción desde 1948. Desde entonces hasta finales de 1979, los manufactureros estadounidenses usaron, de media, el 83 por ciento de su capacidad para producir bienes. Desde comienzos de 1980

hasta finales de 1999, la media de la capacidad utilizada era de un 80 por ciento. Desde comienzos de 2000, la utilización de capacidad manufacturera ha sido, de media, solo un 75 por ciento, gracias a la combinación de un exceso de capacidad construida en la década de 1990 y un crecimiento limitado de la producción doméstica desde entonces. La capacidad industrial ha caído ligeramente desde 2008, pero la producción ha caído aún más.[113]

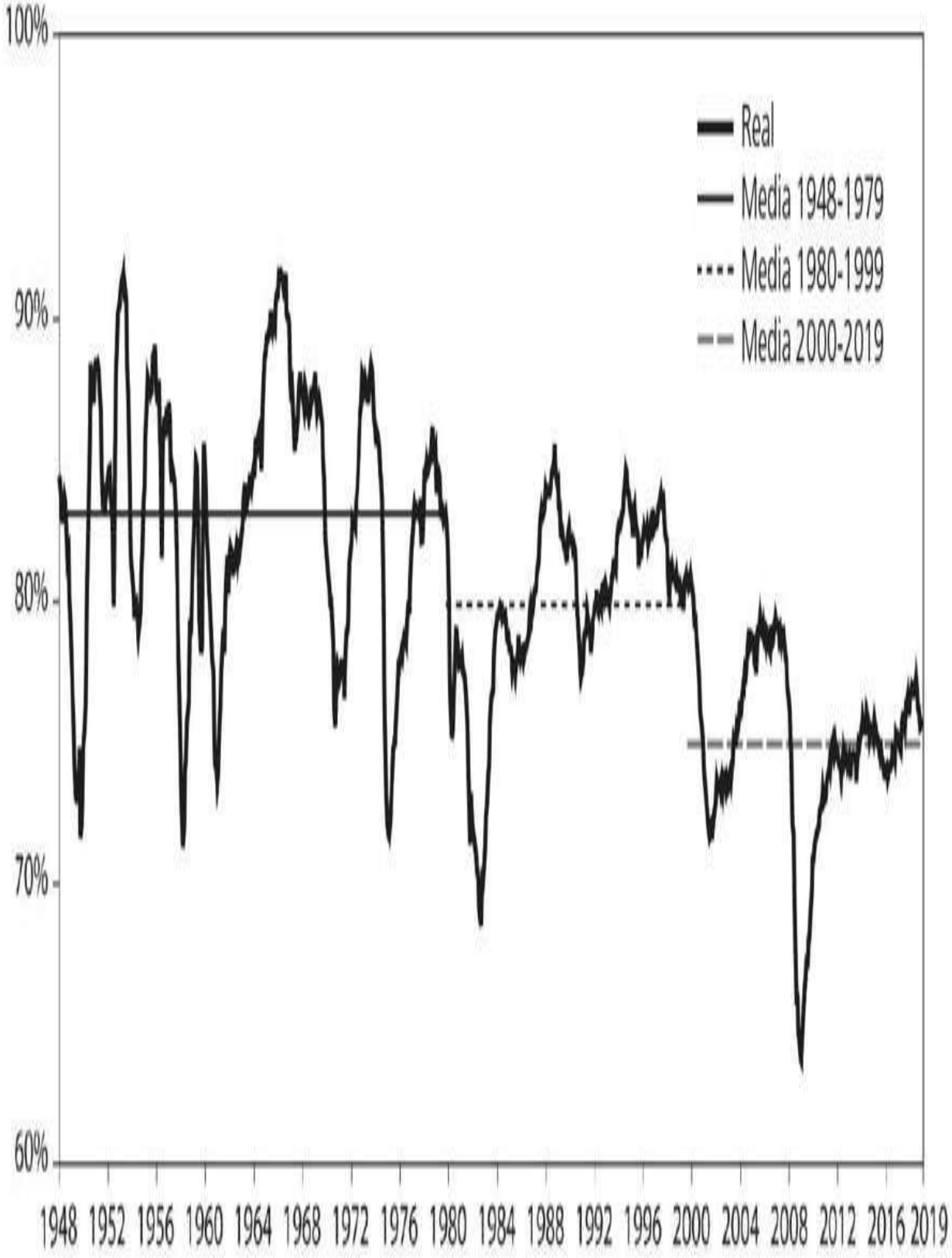
100%
90%
80%
70%
60%
Real
Media 1948-1979
Media 1980-1999
Media 2000-2019
1948 1952 1956 1960 1964 1968 1972 1976 1980 1984 1988 1992 1996 2000 2004 2008 2012 2016 2019

Figura 3.1. El Gran Excedente (tasa de utilización de la capacidad manufacturera de Estados Unidos). Fuentes: Consejo de la Reserva Federal; cálculos de Matthew Klein.

El comportamiento de la inversión corporativa es también revelador. Tradicionalmente, se suponía que el sector empresarial tenía que gastar más en expandir la capacidad productiva de lo que generaba en flujo de caja, y la diferencia sería cubierta por el ahorro de las familias. Se suponía que la inversión adicional llevaría a un mayor flujo de caja que ayudaría a cubrir el coste de una expansión adicional y, al mismo tiempo, devolvería su dinero a los ahorradores. Aunque algunas empresas, o incluso industrias enteras, podrían carecer de oportunidades de crecimiento y optar por distribuir sus beneficios a accionistas en lugar de retener sus ganancias para reinvertirlas, se suponía que el sector empresarial en su conjunto requería de los ahorros de otros para crecer. En las últimas décadas, sin embargo, este mecanismo ha quebrado. El sector empresarial de muchos países gasta ahora menos de lo que genera en flujo de caja. Los excedentes empresariales resultantes son o bien distribuidos a los accionistas, como en Estados Unidos, o bien retenidos por las empresas, como en Alemania, Japón y Corea del Sur. Con independencia de todo ello, la implicación de esto es que hay muchas menos oportunidades de inversión que valgan la pena en el mundo rico que en el pasado. Las que quedan son en su mayor parte infraestructura y vivienda, que son obstaculizadas por constricciones políticas más que por un coste excesivo del capital.[114]

Una consecuencia de todo ello ha sido un declive paulatino de los precios de los bienes industriales. Los precios de los bienes de equipo en Estados Unidos han caído un 30 por ciento en términos absolutos desde 1991. Los precios de los bienes de consumo duraderos —principalmente coches, electrodomésticos y muebles— han caído más de un 36 por ciento desde su pico en 1995. Los precios de la ropa y del calzado son más bajos ahora que a mediados de la década de 1980. Desde 1990, la mayor parte de la inflación en Estados Unidos se deriva de precios más altos en los campos de la salud (incluyendo medicamentos con receta), la vivienda y la educación —sectores todos ellos donde el Gobierno regula cuidadosamente la oferta y subsidia fuertemente la demanda—. En el resto de la economía, los precios han permanecido estancados.

En relación con los ingresos disponibles medios de Estados Unidos, el coste de comprar bienes industriales se ha desplomado en más de un 90 por ciento desde finales de la década de 1940, y la mayor parte de ese declive se ha producido desde mediados de la década de 1980. Se puede llegar a conclusiones parecidas en Europa y Japón.[115]

Los datos de los mercados financieros son también consistentes con la idea del Gran Excedente. Los precios de los activos, como todos los demás precios, están determinados por el equilibrio entre oferta y demanda. Dicho de otra manera, la valoración de acciones y bonos debería reflejar tanto el deseo de los empresarios y el Gobierno de recaudar dinero para financiar nuevas inversiones (oferta de activos) como la voluntad de las familias de consumir menos hoy a cambio de poder consumir más en el futuro (demanda de activos). Unos bajos precios de activos (altos beneficios futuros para los ahorradores) representan los costes que deben pagar las compañías para atraer financiación cuando los recursos son escasos. Cuando la capacidad productiva es abundante, sin embargo, el beneficio esperado de una inversión adicional debería ser bajo. Las valoraciones serían altas y la rentabilidad, baja.

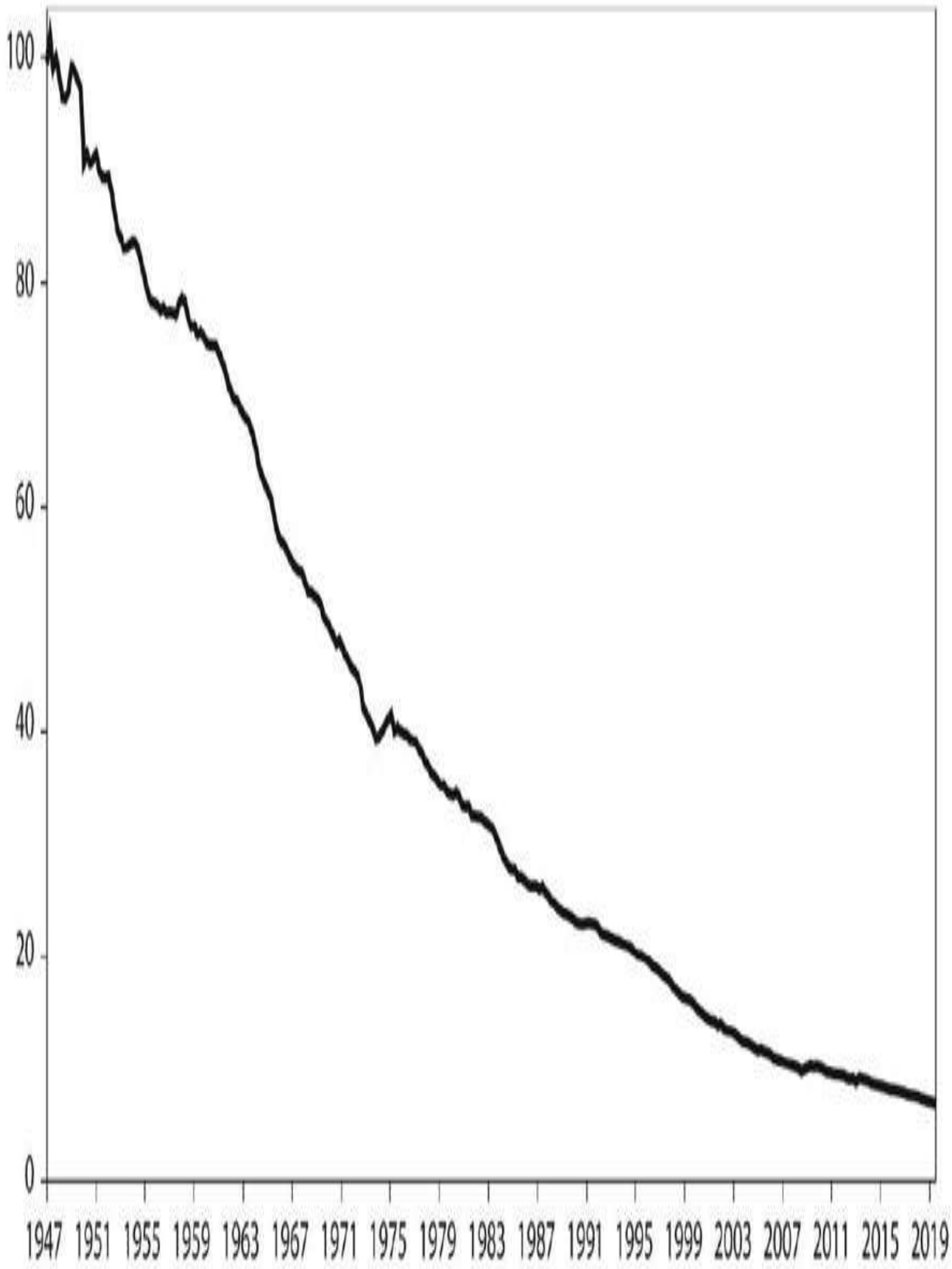
100
80
60
40
20
0
1947 1951 1955 1959 1963 1967 1971 1975 1979 1983 1987 1991 1995 1999 2003 2007 2011 2015 2019

Figura 3.2. Los precios de bienes manufacturados han caído en relación con los ingresos disponibles (índice de precios de bienes manufacturados dividido por el ingreso personal disponible medio, enero de 1947 = 100). Fuentes: Oficina de Análisis Económico; cálculos de Matthew Klein.

Lo cierto es que los tipos de interés a largo plazo ajustados a la inflación han caído paulatinamente en todo el mundo desde el incremento anormal asociado con la desinflación de comienzos de la década de 1980 bajo el liderazgo de Paul Volcker. Durante décadas, los costes reales de los préstamos habían estado por debajo de las predicciones a largo plazo de crecimiento económico real y permanecieron en torno a cero. La valoración de las corporaciones se ha incrementado paulatinamente, especialmente en el mundo rico, mientras que los diferenciales crediticios han sido excepcionalmente ajustados fuera del periodo de crisis financiera. De acuerdo con ciertas estimaciones, las condiciones financieras en los países ricos a lo largo de las últimas décadas son casi tan laxas como nunca en la historia. Los precios de las mercancías se han reducido paulatinamente en relación con los ingresos medios. Las empresas de capital privado están sobrecargadas con billones de dólares de financiación que no han sido capaces de gastar. Los convenios de bonos y préstamos se han suavizado paulatinamente en favor de los prestatarios. La capacidad de hacer inversiones productivas estuvo en una época constreñida por el acceso a los recursos, pero esa época terminó hace décadas.

El Gran Excedente ha sido tan dañino en parte porque a la economía estándar le ha costado mucho describirlo. La definición de libro de texto de «ahorro» es «no consumo» —piénsese en la historia bíblica de José y el faraón preparándose para los siete años de escasez acumulando excedentes durante los siete años de abundancia—. Dado que toda la producción es o bien consumida o bien usada para desarrollar activos, el ahorro necesariamente es igual a la «inversión». Aunque esta identidad es cierta por definición, puede, no obstante, llevar a errores serios.

El mayor error es pensar que un mayor ahorro causa más inversión. Sí, restringir el consumo libera trabajadores, máquinas y material. En épocas de escasez, ahorrar más es, por tanto, un prerrequisito para invertir más. Y cuando hay

muchas oportunidades valiosas de inversión, unos recursos ociosos pueden ser empleados relativamente rápido. Pero no hay nada automático en este proceso. Es más bien contingente a unas condiciones económicas específicas. Cuando no se dan esas condiciones, un mayor ahorro simplemente equivale a un nivel de vida menor.

En gran medida, es mejor pensar en la fórmula de libro de texto al revés: más inversión lleva a más ahorro. Por definición, unos proyectos valiosos permiten a las sociedades generar producción adicional en relación con los insumos de trabajo y material. La mayor parte de esa producción será consumida, lo que permitirá elevar los niveles de vida. Pero en la medida en que parte de la producción extra se emplee para pagar por una mayor inversión, los ahorros totales se habrán incrementado. Los ahorros pueden crecer incluso aunque el consumo aumente con respecto a la producción. Por extensión, la inversión total puede aumentar incluso cuando la tasa de ahorro cae sin generar déficits comerciales. Las mejoras en la eficiencia —generar una mayor producción con el mismo conjunto de insumos— permiten a las sociedades mantener la inversión en capacidad adicional al mismo tiempo que aumenta el porcentaje de la producción que se consume.

Lo que es más importante: lo contrario también es verdad. Intentar promover inversión adicional con más ahorro es a menudo contraproducente. La forma más sencilla de aumentar la tasa de ahorro es gastar más en bienes de consumo y servicios. No obstante, a menos que la inversión se incremente inmediatamente para compensar el declive del consumo, el resultado será menos producción y menos ahorro, lo que en última instancia desincentiva nueva inversión.[116]

Los cambios en la distribución de los ingresos afectan a todas estas variables y, por tanto, tienen importantes consecuencias económicas. Aunque la mayoría se gasta casi todo lo que gana en bienes y servicios, los ricos no. Hay un límite a lo que toda persona puede consumir, por caros que sean sus gustos. Si a la mayoría de la gente se les da un dólar extra, tarde o temprano se lo gastarán en comprar algo que genere empleos e ingresos a otros. No obstante, si se le da un dólar extra a una persona rica, probablemente será empleado en acumular nuevos activos.

Para el mundo en su conjunto, una creciente desigualdad significa que el valor de esos activos es necesariamente contingente a un incremento continuo del gasto por parte de individuos que tienen progresivamente un porcentaje menor

de la renta nacional. La única forma en que esto puede funcionar es aumentando la deuda. Los economistas Michael Kumhof, Romain Rancière y Pablo Winant encontraron una relación casi perfecta entre una creciente concentración de la riqueza en Estados Unidos en la década de 1920 y un creciente endeudamiento de las familias estadounidenses en los años anteriores a la Gran Depresión.[117]

Marriner Eccles, el presidente de la Reserva Federal durante el gobierno de Franklin Roosevelt, comprendió que esta era la causa por la que la economía estadounidense fue tan frágil en la década de 1920, a pesar de la aparente prosperidad de posguerra. Para Eccles, el problema de raíz era la transferencia en la distribución estadounidense de los ingresos de las masas a las élites. «Al tomar poder adquisitivo de manos de los consumidores de masas —escribió en su relato retrospectivo— los ahorradores se negaron a sí mismos el tipo de demanda efectiva para sus productos que justificase una reinversión de su acumulación de capital en nuevas plantas». Es obvio que el consumo no puede crecer sin inversión que produzca más de lo que quiere la gente. Es menos obvio, pero igual de importante, que esas inversiones requieren un aumento del consumo para ser rentables. Construir fábricas de camiones o complejos de apartamentos o plantas eléctricas no es «invertir» en ningún sentido si nadie acaba comprando más camiones, viviendo en los apartamentos o necesitando la electricidad extra. Es solo gasto.[118]

Esto explica cómo el mundo puede verse afectado por un exceso de ahorros sin tener una alta tasa de ahorro. La tasa de ahorro en sí misma no significa nada. Lo que importa es la cantidad de producción no consumida en relación con la oferta de oportunidades de inversión valiosas. El ahorro es excesivo cuando los recursos reales son desviados de la satisfacción de las necesidades humanas para desarrollar inversiones despilfarradoras. En muchos casos, por supuesto, distinguir «valiosas» de «despilfarradoras» solo es posible retrospectivamente. Pero el exceso de ahorro necesariamente lleva a una inversión despilfarradora porque fomenta construir en exceso y porque suprimir el consumo reduce la viabilidad de proyectos que, de otra manera, resultarían valiosos.

Cuando una sociedad, llamémosla «Villa Scrooge», incrementa su tasa de ahorro, lo hace, por definición, consumiendo menos en relación con lo que produce. Debido a que el consumo y la inversión mundiales, juntas, deben ser iguales a la producción global, debe producirse alguna combinación de los siguientes tres resultados:

Se incrementa la tasa de inversión en Villa Scrooge.

Se incrementa la tasa de inversión en el resto del mundo.

Cae la tasa de ahorro en el resto del mundo.

Estas tres posibilidades son equivalentes a los siguientes cuatro escenarios:

La inversión productiva se incrementa globalmente.

La inversión despilfarradora se incrementa globalmente.

Aumenta el consumo fuera de Villa Scrooge.

Cae la producción fuera de Villa Scrooge.

Dos de esos resultados —mayor inversión despilfarradora y menor producción fuera de Villa Scrooge— son inequívocamente malos. Mayor consumo fuera de Villa Scrooge sería bueno, pero podría ser también peligroso dependiendo de cómo se financie ese gasto adicional. Aunque una inversión productiva mayor sería inequívocamente buena, es al mismo tiempo el resultado menos probable en el mundo desarrollado actual. Simplemente, no hay evidencia de que las necesidades de consumo mundial no se cumplan por unos excesivos costes de

capital. Más bien, la inversión se ha restringido por la falta de oportunidades atractivas —algo provocado por una débil demanda global— y por constricciones políticas irracionales.

Lo cierto es que, según el Fondo Monetario Internacional (FMI), las tasas de ahorro e inversión mundiales han permanecido estables como porcentaje de la producción global desde 1980. Unos ahorros dramáticamente mayores en algunos sitios —principalmente China— han sido compensados por un ahorro mucho menor en otros sitios.

Una implicación de ello es que, globalmente, no había escasez de financiación para proyectos de inversión que valiesen la pena. Si hubiese habido una escasez de los mismos, grandes incrementos del ahorro en una parte de la economía global habrían sido compensados por incrementos en la inversión global. Eso no sucedió. En lugar de ello, aquellos sitios donde se exprimió el consumo en relación con la inversión simplemente forzaron una caída de la producción en relación con el consumo en otros sitios. Esto tuvo consecuencias significativas para el comercio.[119]

La tasa de inversión de China se ha disparado desde la década de 1980, por ejemplo, pero no lo suficiente para compensar la aún mayor caída relativa del consumo (aumento del ahorro). Hasta 2008, el resultado fue un aumento de la producción en relación con la demanda doméstica, con el resto del mundo teniendo que absorber la diferencia. China experimentó un boom económico, pero la distribución del gasto dentro del país creó serias distorsiones para el resto del mundo. Desde 2008, el excedente de China ha caído debido a que el porcentaje de la inversión con respecto al PIB se ha incrementado. No así, sin embargo, el porcentaje del consumo, excepto de forma marginal en los últimos años. El resultado es que la tasa de ahorro de China es ahora mayor que cuando tenía superávits comerciales del 10 por ciento de su renta.

Por el contrario, el superávit de Alemania es el resultado de un débil crecimiento de la demanda doméstica. El consumo y la inversión domésticas han crecido a paso de tortuga durante casi treinta años. La producción total también ha sido débil desde la unificación, pero ha crecido marginalmente más rápido que la demanda doméstica. Al igual que en China, la diferencia proviene del gasto extranjero neto en exportaciones alemanas. La tasa de ahorro de Alemania y su tasa de inversión no son inusuales cuando se ven separadamente. La diferencia entre ellas, no obstante, casi no tiene precedentes para un país de ese tamaño.

En Estados Unidos, la situación ha sido la contraria: mientras que la demanda doméstica ha sido débil, como en Alemania, el crecimiento de la producción ha sido aún peor. El ahorro extranjero expulsó la producción doméstica estadounidense en forma de déficit comercial. Mientras, el masivo déficit de España fue causado por un boom de las inversiones. No ha habido cambios significativos en sus hábitos de producción o consumo. Cuando, a continuación, pasó a tener superávit, fue más debido al hundimiento de la inversión que a ningún cambio en la tasa de ahorro de las familias. Grecia también tuvo un boom seguido de un hundimiento de la inversión, pero, a diferencia de España, esto se vio amplificado por un boom y posterior hundimiento del consumo.[120]

Por definición, las experiencias de algunos de estos países estuvieron conectadas con las experiencias de otros. Hay solo tres posibles explicaciones de la vinculación de los superávits en algunos países con los déficits en otros:

Cambios dentro de China, Alemania y otros países con superávits provocaron que su demanda doméstica cayese con respecto a su producción doméstica, lo que obligó al resto del mundo a gastar más en relación con la producción a través de una combinación de caída de la producción, mayor inversión y aumento del consumo.

Cambios dentro de Estados Unidos, España, Grecia y otros países con déficits provocaron que su producción cayese en relación con su gasto, lo que obligó a que el resto del mundo produjese más de lo que necesitaba para satisfacer sus necesidades domésticas.

Hermes, el dios griego del comercio —o quizá su equivalente indio, Lakshmi, que controla la riqueza—, ha estado muy ocupado todo este tiempo gestionando el comercio, la inversión y los ahorros, país por país, con tanta precisión que en cada momento, por una increíble coincidencia, todas las tasas de ahorro y todas las tasas de inversión en cientos de entidades más o menos autónomas en todo el mundo se han equilibrado de manera perfecta.

Una lectura atenta de los eventos de los últimos treinta años muestra que la primera opción es la más plausible. Cambios políticos y sociales dentro de los países con superávit transfirieron poder adquisitivo de los trabajadores, que gastaban toda su renta en bienes y servicios, a las élites, que preferían acumular activos financieros.

Esto ha ocurrido de formas diversas en distintos países. El sistema chino de hukou (registro familiar) priva a cientos de millones de trabajadores urbanos del acceso a beneficios públicos por los cuales pagan impuestos, por ejemplo, mientras que las empresas alemanas se niegan a invertir domésticamente a pesar de la caída de la rentabilidad y las pérdidas regulares de sus inversiones en el exterior. Sus decisiones suprimen mecánicamente el consumo y la inversión en relación con la producción, lo que a su vez obliga al resto del mundo a gastar más de lo que produce.

La balanza de pagos

Los ahorros viajan internacionalmente a través de los mercados financieros. Los países con superávits comerciales no donan su exceso de producción al resto del mundo, sino que lo venden a cambio de derechos sobre la producción futura. Esos derechos son servidos o bien por ingresos obtenidos a partir de superávits comerciales o bien emitiendo más derechos. La balanza de pagos se ocupa de estas transacciones. La cuenta corriente se refiere a los flujos comerciales y al coste de financiación de los desequilibrios comerciales, mientras que las cuentas financieras miden las compras y las ventas transfronterizas de activos, incluyendo el cambio en las reservas de los bancos centrales en países que intervienen en los mercados monetarios. La cantidad neta de dinero que entra o sale a través de la cuenta financiera debe ser igual a la cantidad neta de dinero que se mueve al otro lado de la frontera de un país, algo recogido en la cuenta corriente, aunque las dificultades de medición en ocasiones crean diferencias entre las dos magnitudes.

El balance por cuenta corriente de un país es simplemente la suma de las decisiones individuales de ahorro y de gasto de los residentes en ese país. Hay dos tipos de personas en el mundo: los que gastan más de lo que ganan y los que

gastan menos. Dado que toda la renta viene en última instancia del gasto de otros, estas diferencias individuales siempre se equilibran a nivel global. No hay, por tanto, manera de ahorrar sin que alguien des-ahorre. Los que gastan menos de lo que ganan tienen un excedente que tiene que ir a algún lado. Puede estar en una cuenta bancaria, ser usado para adquirir activos financieros como acciones y bonos o podría colocarse en activos físicos como bienes inmobiliarios, arte y metales preciosos.

Estas compras de activos serían imposibles sin vendedores dispuestos. Aunque podrían darse algunas transacciones entre medias, los vendedores de activos al final de la cadena usan lo que obtienen de esas ventas para gastar más de lo que ganan. Puede tratarse de gente que posee activos existentes y quiere transformar parte de sus ahorros pasados en gasto actual, como, por ejemplo, jubilados que liquidan gradualmente sus valores, o podrían ser personas que quieren reunir dinero para comprar cosas que no pueden permitirse emitiendo activos recién creados. Las familias contratan hipotecas para comprar nuevas viviendas, las empresas emiten acciones para financiar inversiones de capital y los Gobiernos venden bonos, por ejemplo. Los ahorradores y los des-ahorradores van necesariamente de la mano.

Si en un país la gente gasta colectivamente más de lo que gana, entonces el país en su conjunto tiene un déficit por cuenta corriente. En otras palabras, la cantidad de dinero que viene del resto del mundo como ingresos —exportaciones, ganancias por inversión extranjera, remesas y ayuda externa— es menor que el dinero que sale en forma de importaciones, dividendos e intereses pagados a extranjeros y transferencias. Por el contrario, si las familias de un país, sus empresas y el Gobierno gastan colectivamente menos de lo que ingresan, entonces el país tiene un superávit por cuenta corriente. En ese caso, la combinación de exportaciones, ganancias de inversiones extranjeras y transferencias de mercancías genera más dinero de lo que va a importaciones, ingresos pagados a extranjeros y remesas.

El reverso de todo esto es la cuenta financiera. Cualquier país en el que el gasto excede colectivamente los ingresos debe cubrir la diferencia recaudando dinero vendiendo activos. Un país con un déficit por cuenta corriente debe tener por definición un superávit de cuenta financiero: la cantidad total de dinero proveniente de compradores extranjeros de activos domésticos debe ser mayor que la cantidad total de dinero gastado por la población local en activos extranjeros. Igualmente, los países donde la gente gasta colectivamente menos

de lo que ganan deben invertir sus superávits por cuenta corriente en el exterior; se va más dinero para comprar activos extranjeros del que viene del resto del mundo para comprar activos locales.[121]

Las siguientes ecuaciones podrían ayudar a aclarar estas relaciones:

Cuenta corriente =

Cuenta financiera + Discrepancia estadística

Cuenta corriente =

Ahorro de los hogares + Beneficios corporativos

+ Impuestos − (Inversiones de las familias

+ Inversión empresarial + Gastos del Gobierno)

Cuenta financiera = Extranjeros comprando

activos locales − Locales comprando activos extranjeros

Cuenta financiera = Cuenta financiera del

sector privado + Cambios en las reservas del banco central

Unos superávits o déficits grandes no son inherentemente buenos o malos. Los «buenos desequilibrios» permiten a los ahorradores de países ricos con superávits obtener altos beneficios financiando el desarrollo y un creciente nivel de vida en países con déficits. Esto es lo que hizo Estados Unidos durante gran parte del siglo XIX, cuando importó fundamentalmente capital británico para

impulsar la inversión doméstica a niveles mucho mayores que los que habría obtenido sin exprimir a los trabajadores estadounidenses. Más recientemente, excepto durante un breve periodo a finales de la década de 1980, Corea del Sur importó de manera constante más de lo que exportaba en las décadas transcurridas desde su independencia en 1948 hasta la crisis financiera asiática de 1997. Corea es también uno de los pocos países que han pasado con éxito de pobre a rico.

Noruega, que una vez fue uno de los países más pobres de Europa Occidental, importó cantidades masivas de ahorro extranjero en forma de déficits por cuenta corriente en la década de 1970 para pagar por el desarrollo de campos marítimos de petróleo y gas natural. Una vez que esos campos comenzaron a producir, los noruegos pudieron devolver sus obligaciones y, al final, amasar una gran reserva de activos extranjeros adquiridos a partir de sus beneficios con los hidrocarburos. Si los noruegos se hubiesen visto constreñidos en su capacidad de gastar más de lo que ganaban, esos recursos nunca se habrían desarrollado. Tanto Noruega como el mundo en su conjunto habrían sido más pobres.[122]

Los superávits, por otro lado, podrían resultar contraproducentes. Los ahorros tienen que ir a algún sitio, pero no hay ninguna garantía de que vayan a inversiones rentables. Los alemanes, que han sido ávidos exportadores de capital financiero a lo largo de las últimas dos décadas, son únicos en invertir mal en el exterior. Desde comienzos de 1999, el sector privado alemán gastó colectivamente un poco más de 5,1 billones de euros en adquisiciones de activos en otros países. Y, no obstante, durante el mismo periodo, la cantidad de estos activos extranjeros creció en solo 4,8 billones de euros. La diferencia representa una pérdida de valor del 7 por ciento a lo largo de casi dos décadas gracias a valores como las hipotecas basura estadounidenses y la deuda soberana griega.

Incluso después de tener en cuenta los dividendos y los intereses de ingresos, a las inversiones de Alemania en el exterior les ha ido peor que a las de los residentes en casi cualquier otro país rico. Un estudio de 2019 por parte de Franziska Hünnekes, Moritz Schularick y Christoph Trebesch concluyó que «Alemania habría sido unos dos o tres billones de euros más rica [entre 2009 y 2017] si los beneficios obtenidos de los mercados globales hubiesen correspondido a los conseguidos por Noruega o Canadá, respectivamente». Es de destacar que los malos resultados de Alemania han sido causados casi en su totalidad por su increíble incapacidad de elegir las acciones y bonos adecuados, más que por diferencias más generales en la asignación de activos en

comparación con los ahorradores de otros países.

Este desempeño tan desastroso parece aún peor si lo comparamos con lo que podían haber logrado comprando activos alemanes. El mismo estudio concluyó que «los beneficios domésticos fueron significativamente mayores que los obtenidos en el exterior». Entre 1999 y 2017, los activos alemanes han generado alrededor de 2,4 puntos porcentuales más cada año, de media, que los activos exteriores alemanes. Desde 2009, la diferencia se ha agrandado hasta unos abrumadores 5 puntos porcentuales. Para verlo en perspectiva, mientras que un millón de euros invertidos en un grupo representativo de activos alemanes en 1999 habría generado aproximadamente dos millones de euros de intereses, dividendos y ganancias de capital hacia 2017, la misma cantidad invertida en una muestra representativa de los activos extranjeros reales de Alemania habría generado menos de un millón de euros.

Otra forma de ver esto es comparar cómo les ha ido a los residentes alemanes en sus inversiones extranjeras con cómo les ha ido a los extranjeros en sus inversiones alemanas. Desde comienzos de 1999 hasta finales de 2018, los alemanes invirtieron 2,6 billones de euros más de lo que los no alemanes invirtieron en Alemania. Y, no obstante, los activos netos extranjeros de Alemania crecieron solo en 1,9 billones de euros, lo que implica una pérdida neta del 29 por ciento. Los alemanes habrían estado mejor si hubiesen invertido más en casa o gastado más en los bienes y servicios que realmente querían.[123]

Hay dos cosas que determinan si un desequilibrio es saludable o peligroso: cómo se recauda y cómo se gasta el dinero. Idealmente, los países más ricos realizan inversiones directas en acciones en países pobres con mucho potencial, como el caso de Corea del Sur. En las últimas décadas, no obstante, los países con superávit han sido prestamistas, más que accionistas, mientras que los países con déficits han sido en muchas ocasiones economías maduras que carecen de proyectos útiles en búsqueda de financiación externa. El resultado han sido booms económicos que se han despilfarrado. Tanto los habitantes de los países con superávits como los de los países con déficits han salido mal parados de este intercambio.

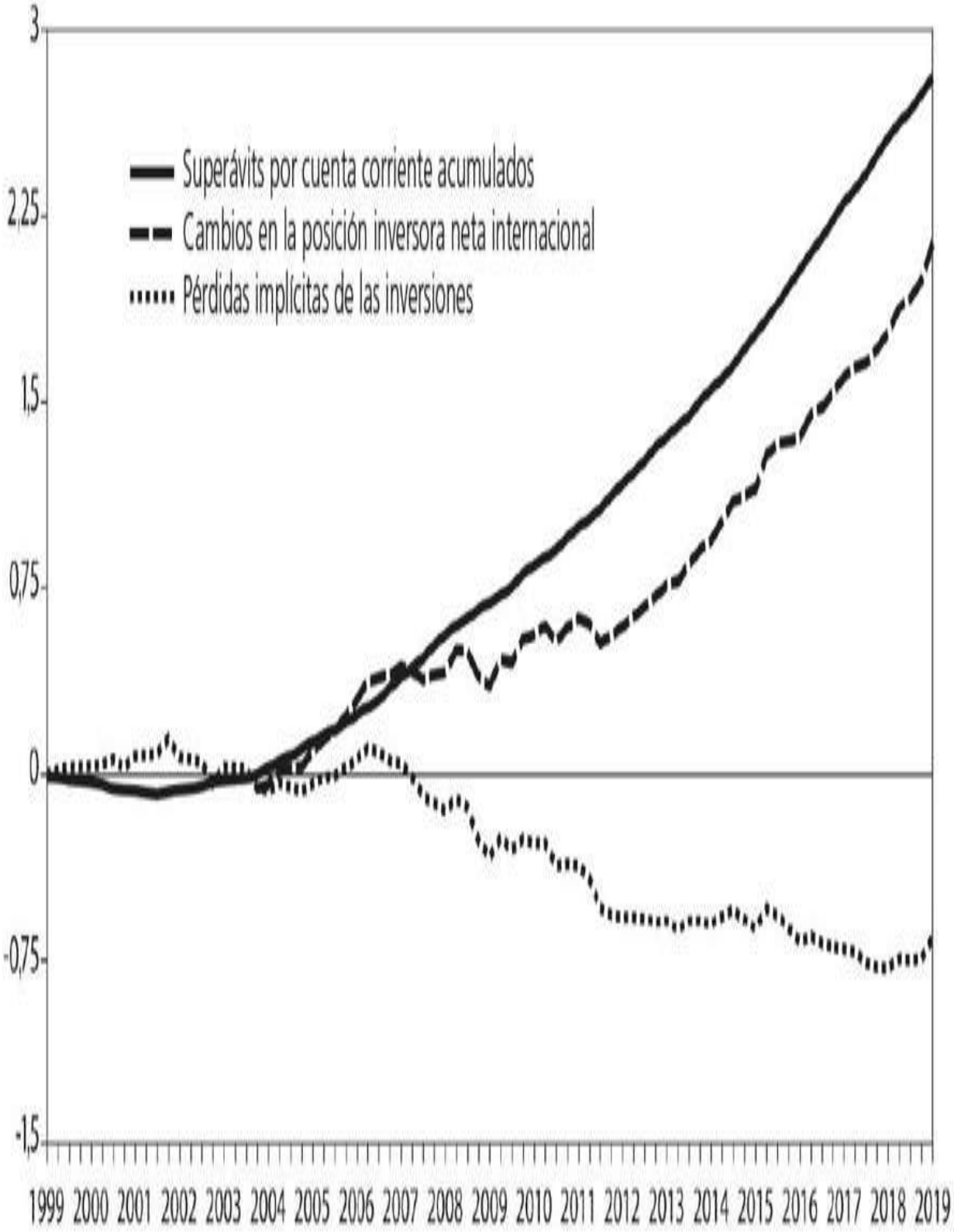
Superávits por cuenta corriente acumulados
Cambios en la posición inversora neta internacional
Pérdidas implícitas de las inversiones
3
2,25
1,5
0,75
0
-0,75
-1,5
1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019

Figura 3.3. Los inversores alemanes han perdido casi un 30 por ciento de su inversión extranjera (componentes de la posición inversora internacional neta, billones de euros). Fuentes: Eurostat; cálculos de Matthew Klein.

Aunque parte de esto puede ser culpa de una regulación insuficiente en los países receptores de estos flujos financieros, el mayor problema es que son flujos demasiado grandes y que van a los sitios equivocados. La antipatía popular hacia el comercio, por tanto, se deriva de la incapacidad del capital internacional de ir adonde se necesita y de tal manera que resulte útil. Esto, a su vez, puede ser culpa de políticas realizadas en países con superávit que han transferido paulatinamente ingresos y riqueza de los trabajadores a las élites. Debido a que los ricos tienen tasas de ahorro mayores, el efecto ha sido transferir poder adquisitivo de bienes y servicios a activos financieros. No habiendo encontrado suficientes activos financieros adicionales para comprar en su propio país, los ricos invierten su riqueza adicional en el exterior. Todos los demás se ven privados de los ingresos que podrían haber usado para comprar importaciones adicionales. El resultado es que la desigualdad dentro de los países puede causar desequilibrios entre ellos.

Las dos causas de los desequilibrios:tirar de la inversión versus ser empujado a ella

Los superávits requieren déficits en otros sitios y los déficits requieren superávits. Uno no puede suceder sin el otro. El actual superávit o déficit por cuenta corriente de cualquier país individual debe equilibrar la suma de los superávits y déficits actuales por cuenta corriente de todos los otros países. A veces, personas que quieren gastar más en consumo e inversión de lo que ganan «tiran» de la financiación. En este caso, los países con déficits por cuenta corriente son en última instancia responsables de los desequilibrios. En otras ocasiones, la financiación es «empujada» por personas que deciden ahorrar con independencia de si hay buenas inversiones disponibles. En ese caso, el desequilibrio se origina en los países con superávits.

Ninguna de las dos causas de los desequilibrios es necesariamente mejor que la otra. Países con buenas oportunidades de inversión pueden intentar atraer capital extranjero, pero lo harán igualmente países ansiosos por financiar booms de consumo insostenibles o proyectos dudosos. Los países receptores de un dinero «empujado» de manera indiscriminada en su dirección pueden en ocasiones convertir ese flujo inesperado en ganancias, pero la mayoría no lo consigue, en particular, cuando el caudal de ingresos es extremadamente grande.

No hay una forma segura de identificar el origen de un desequilibrio, pero los precios de mercado pueden proporcionar pistas. Después de todo, atraer dinero de individuos escépticos del resto del mundo es difícil. El truco es pagarles: los inversores extranjeros comprometerán capital en cualquier sitio si pueden obtener beneficios que proporcionen una compensación justa por los riesgos de inflación, impago y devaluación monetaria. Aunque determinar qué es justo es todo un desafío, es fácil decir cuándo los inversores piensan que necesitan una compensación mayor por los riesgos que están asumiendo: cuando el valor de los activos baja. Un aumento de los tipos de interés reales, un colapso de los múltiplos de capital y una caída de la moneda es malo para los actuales propietarios, pero hace que unas nuevas inversiones sean comparativamente atractivas. El país con déficit por cuenta corriente es, por tanto, la fuente más probable del desequilibrio si sus tipos de interés aumentan (o el valor internacional de sus activos disminuye), dado que eso provoca un aumento de sus necesidades de financiación externa.

Es este un fenómeno frecuente en países en la periferia del sistema financiero internacional. Considérese el caso de Turquía en los últimos años. Entre 2010 y 2018, el país experimentó una borrachera financiera financiada por préstamos extranjeros. El déficit por cuenta corriente de Turquía suponía de manera sistemática alrededor de un 6 por ciento de su renta. Esto infló la producción a costa de una creciente deuda. La atracción de dinero extranjero para cubrir esta diferencia entre gastos e ingresos requirió una persistente depreciación de la moneda más allá de lo que exigirían las diferencias de inflación: el valor real de la lira turca cayó a la mitad entre 2010 y mediados de 2018. No es sorprendente que los ahorradores extranjeros se volviesen crecientemente escépticos con respecto a Turquía y que en su mayor parte prestasen en forma de deuda que solo podía ser devuelta en dólares estadounidenses, no en liras turcas (piénsese en las deudas argentinas del siglo XIX, respaldadas por oro).

Los tipos de interés también tenían que crecer. El coste de los préstamos

denominados en dólares a empresas creció desde alrededor de un 4 por ciento en 2020 a un 6 por ciento en la segunda mitad de 2018. A lo largo del mismo periodo, los tipos de interés de los préstamos a empresas denominados en liras se dispararon, desde un 9 a un 28 por ciento. Al final, el rechazo extranjero de los activos turcos redujo drásticamente el poder de compra turco, lo que, a su vez, obligó a los turcos a recortar su consumo y su inversión hasta tal punto que a mediados de 2019 habían pasado a tener un superávit por cuenta corriente.[124]

La cosa cambia cuando llega del exterior un capital que no se necesita. En lugar de aumentar, los tipos de interés en el país con déficit se mantienen estables —o incluso caen— a medida que crece el desequilibrio. Esto es lo que le sucedió a España después de comprometerse a unirse al euro. A mediados de la década de 1990, los españoles gastaban aproximadamente lo que ganaban, de manera que la cuenta corriente estaba casi equilibrada. Mientras tanto, los tipos de interés de referencia eran en torno al 5 por ciento tras sustraer la inflación.

Desde entonces hasta 2008, el déficit por cuenta corriente de España se ensanchó paulatinamente hasta ser de alrededor del 10 por ciento del PIB. Y, no obstante, a lo largo del mismo periodo, los tipos de interés reales de España cayeron por debajo del 0 por ciento. España es miembro de la zona euro, por lo que su moneda no puede variar en relación con sus principales socios comerciales del resto de Europa. Pero los salarios y los precios españoles crecieron más rápidamente que los de sus vecinos, por lo que su tasa de cambio efectiva real aumentó un 18 por ciento en ese periodo. Se midiese como se midiese, el coste del capital en España estaba hundiéndose mientras los españoles tomaban prestado más y más del resto del mundo.

Los españoles no estaban intentando atraer dinero a su país, ni mucho menos. Más bien, España se vio inundada de inversiones extranjeras dirigidas a su sistema bancario, su mercado de bonos y su sector inmobiliario (después de estar estancados en la década de 1990, los precios españoles de la vivienda se multiplicaron por más de dos entre 2001 y 2007). Estos flujos financieros incrementaron el poder de compra de los españoles mucho más de lo que se incrementaron sus ingresos. La diferencia fue cubierta por un atracón de deuda e inversión casi sin precedentes. Mientras el dinero seguía llegando, España parecía estar experimentando un milagro económico que era la envidia de Europa. Sin embargo, una vez que los extranjeros dejaron de enviar su innecesario capital a España, el gasto español se vio obligado a contraerse rápidamente por debajo de los ingresos. La cuenta corriente pasó finalmente a

gozar de un sustancial superávit, pero solo a costa de un desempleo apabullante. [125]

Por qué es mejor dar que recibir: el Imperio alemán en la década de 1870

La experiencia de España no fue inusual o poco representativa. A los ganadores de la lotería a menudo les va peor en la vida que si hubiesen comprado un billete no ganador. La infusión repentina de dinero actúa como un chute de cocaína y distorsiona el comportamiento de una forma igualmente poco saludable. Algo similar les ocurre a países receptores de flujos financieros no solicitados. Pocas sociedades han sido capaces de absorber grandes sumas de capital llegadas, de manera repentina, del exterior sin experimentar un aumento de la deuda, burbujas de activos y crisis económicas. Es una consecuencia casi inevitable de un incremento rápido e inesperado del poder adquisitivo real. La experiencia del nuevo Imperio alemán a comienzos de la década de 1870 presenta uno de los ejemplos más notables de cómo la lotería de los flujos financieros afecta a los receptores de los mismos de maneras en gran medida similares, con independencia de las diferencias culturales e institucionales.

Durante la mayor parte de su historia, Alemania había estado dividida en muchos pequeños Estados con distintas identidades, formas políticas y tradiciones religiosas. En el siglo XIX, los nacionalistas alemanes soñaban con la unificación. Un Estado tendría que forzar a los otros a someterse a un gobernante único. El candidato obvio era el Reino de Prusia, el segundo Estado más poblado de la posnapoleónica Confederación Germánica (el Imperio austriaco era mucho mayor, pero tenía muchos menos alemanes). Prusia empezó a cumplir el sueño de los nacionalistas provocando y después ganando guerras cortas, primero contra Dinamarca en 1864, para «liberar» Schleswig-Holstein, y después contra Austria en 1866, lo que dio a Prusia una excusa para anexionarse sus hostiles vecinos del norte de Alemania y crear una nueva Confederación Germánica del Norte junto con sus dóciles aliados. Todos estos cambios convirtieron a Prusia en la potencia dominante en Europa.

En la década de 1860, el principal rival de Prusia era el Segundo Imperio francés, dirigido por el sobrino de Napoleón Bonaparte. Aquejado de cálculos

biliares y con debilidad por sus amantes, Luis Napoleón era proclive a los errores estratégicos y a los pronunciamientos presuntuosos. Anticipando un conflicto austro-prusiano, intentó negociar tratados secretos en 1865 y 1866 con ambos beligerantes para añadir nuevos territorios para Francia en el Rin. Otto von Bismarck, el astuto ministro-presidente prusiano pudo usar esta información para convencer a los derrotados Estados alemanes del sur para que se aliasen (secretamente) con la Confederación Germánica del Norte en un pacto de defensa mutua tras la guerra.

Luis Napoleón siguió con sus ambiciones territoriales, intentando comprar Luxemburgo a los neerlandeses y después proponiendo —violando los tratados firmados por Francia— la anexión de Bélgica. Los acontecimientos se precipitaron cuando, en 1868, los republicanos españoles depusieron a la reina Isabel II. Para 1870, la revolución republicana había fracasado y España necesitaba un nuevo monarca. Francia y Prusia propusieron candidatos rivales. Aunque los españoles nunca consideraron seriamente la sugerencia Hohenzollern, la idea, no obstante, llevó a los franceses a hacer demandas poco razonables y, finalmente, a declarar la guerra a Prusia en julio. Baviera y otros Estados alemanes del sur declararon inmediatamente su apoyo a Prusia. En seis semanas, Luis Napoleón había sido hecho prisionero tras la batalla de Sedán. La Tercera República francesa continuó la guerra tras su capitulación, pero también se vio obligada a someterse a la superioridad de su enemigo.

Prusia había obtenido una victoria rotunda. Había demostrado su poder a los demás Estados alemanes, que inmediatamente se unieron al nuevo Imperio alemán, dominado por Prusia, y al resto de Europa. Los franceses estaban ansiosos por vengar su humillación y abrigaban el sueño de reclamar para sí el territorio germanohablante de Alsacia-Lorena. Prusia, no obstante, necesitaba tiempo para construir su unión política y paz para recuperarse de casi una década de guerras. De alguna manera, Francia tenía que ser sometida el tiempo suficiente para que Alemania se sintiese segura. La solución propuesta fue una indemnización: los ejércitos alemanes ocuparían gran parte del corazón industrial de Francia hasta que la Tercera República pagase 5.000 millones de francos de oro al Reich —un pago equivalente a aproximadamente una cuarta parte de la economía francesa en 1870—. Se esperaba que esta carga sería tan abrumadora que dislocaría la reconstrucción de la economía francesa y proporcionaría un pacífico vecino occidental durante generaciones. La otra cara de la transacción era una transferencia a la economía alemana de alrededor de una quinta parte de su producción doméstica durante tres años.[126]

A pesar de la aparente magnitud de la indemnización, el Gobierno francés logró reunir el dinero con relativa facilidad y el Gobierno alemán recibió toda la cantidad por adelantado, en 1873. Resultó que los ahorradores franceses tenían amplios recursos a los que recurrir. Durante años habían acumulado colectivamente activos en el exterior y usado sus ingresos para cubrir el déficit comercial francés, las importaciones de oro y las compras de activos extranjeros adicionales.

Después de la guerra, Francia dejó de importar oro, pasó a tener un superávit comercial y dejó de invertir en el exterior, todo lo cual liberó ingresos para comprar miles de millones de francos en bonos del Gobierno francés. Esto por sí solo cubrió alrededor de la mitad del pago de la indemnización. El resto fue cubierto por ventas francesas de activos extranjeros para comprar bonos domésticos, demanda extranjera de activos franceses (especialmente, por parte de ahorradores alemanes) y ventas francesas de oro. Para sorpresa de los alemanes, todo esto resultó no ser malo para Francia. Aunque la economía francesa pasó dificultades inmediatamente después de la guerra, la nueva deuda no la hundió por mucho tiempo porque Francia pudo manejar fácilmente el pago de los intereses de sus bonos perpetuos.

Parte de la razón de ello, según el historiador financiero Charles Kindleberger, es que la indemnización francesa había expandido la oferta monetaria global. La oferta monetaria alemana creció, obviamente, por la llegada de oro francés a su sistema bancario. La deuda que emitió el Gobierno francés para financiar la indemnización creó un instrumento crediticio enorme, extremadamente líquido y extremadamente creíble —algo muy similar al dinero—. La transferencia de dinero de Francia a Alemania, por tanto, produjo un repentino y sustancial incremento de la oferta global de activos similares al dinero.[127]

De manera contraintuitiva, la transferencia terminó siendo dañina para Alemania. A lo largo de tres años, absorbió un flujo financiero por un valor anual de alrededor de un 8 por ciento del PIB. Gran parte del dinero se dedicó a cubrir costes militares, desde el pago de deuda para financiar la construcción de nuevas fortificaciones en la frontera con Francia hasta el establecimiento de una pensión para veteranos. Este gasto impulsó el poder adquisitivo alemán, lo que aumentó a su vez el déficit comercial como consecuencia de un boom de las importaciones. Mientras tanto, el aumento de los salarios —los mineros alemanes del carbón del Ruhr vieron cómo sus salarios por hora crecían un 60 por ciento entre 1871 y 1873, por ejemplo— y de los precios hizo que las

exportaciones alemanas perdieran competitividad en los mercados globales. El oro comenzó a volver del Banco de Prusia al Banco de Francia. De una manera u otra, la balanza de pagos siempre se equilibra.

Al menos tan dañino como el impacto en la balanza comercial fue el impacto en los mercados financieros alemanes. El Gobierno sabía que no podía gastar inmediatamente toda la indemnización en infraestructuras y armamento militar, porque estos proyectos llevan tiempo. Mientras esperaba, la indemnización fue invertida en activos financieros, incluyendo bonos emitidos por los Estados alemanes y bonos del ferrocarril. Ludwig Bamberger, un parlamentario alemán y cofundador del Deutsche Bank, había advertido de lo que esto supondría para las condiciones financieras de Alemania, y sugirió que el Gobierno mantuviese los fondos no gastados en oro o en activos extranjeros.

Su consejo, sin embargo, no fue escuchado y Alemania cayó en un frenesí de inversiones domésticas y en el exterior en el que se gastó una parte sustancial de los flujos provenientes de Francia. El economista Arthur Monroe escribe que las inversiones del Gobierno «liberaron al mercado alemán, en aproximadamente dos años, una suma casi tres veces mayor que toda la reserva monetaria del país y considerablemente mayor que la deuda combinada de todos los Estados alemanes, incluyendo las deudas incurridas en la construcción de ferrocarriles».

La economía alemana respondió a la llegada de los fondos franceses de manera esencialmente similar a como otras economías habían respondido a grandes flujos de entrada de capital, en el pasado y desde entonces. Creció rápidamente en la inmediata posguerra, creciendo de media más de un 6 por ciento anual. Sin embargo, a partir de 1874 el país se contrajo durante tres años seguidos. Además, hubo un boom bancario de corta duración en Alemania y Austria, seguido inmediatamente de una depresión una vez que se detuvieron los pagos de las reparaciones. La oferta de billetes alemanes creció más de un 12 por ciento al año entre 1871 y 1874, y después cayó un 10 por ciento anual hasta 1878.

Hacia 1876, la situación económica era tan calamitosa que una coalición de industriales alemanes empezó a presionar al Gobierno para que adoptase aranceles proteccionistas para compensar por los cambios en las condiciones comerciales generados por la indemnización; serían adoptados en 1879. Economistas y políticos de toda Alemania culparon a la indemnización por el colapso económico del país. Algunos, especialmente en Francia, llegaron a creer

que quizá Berlín devolvería el dinero.[128]

El error de Navarro. Por qué los flujos bilaterales oscurecen las fuentes de los desequilibrios

Se puede aprender otra lección valiosa de la experiencia franco-alemana de la década de 1870: aunque el flujo de oro de Francia a Alemania empujó en última instancia a Alemania a un déficit comercial y a Francia a un superávit comercial, esto no se vio reflejado en un cambio paralelo en la balanza comercial entre Francia y Alemania. Los alemanes gastaban más en importaciones procedentes de todo el mundo mientras sus exportaciones al resto del mundo se estancaban. Francia importaba menos del resto del mundo y exportaba más. El flujo financiero bilateral afectaba al comercio entre Francia y Alemania, pero el efecto en su balanza comercial bilateral era insignificante comparado con su impacto más amplio. En general, la dinámica de los superávits y los déficits no puede ser explicada centrándonos en el comercio bilateral y las relaciones financieras.

Esto significa que los países que gastan más de lo que ganan no son responsables de los déficits por cuenta corriente de sus socios comerciales, con independencia de lo que indiquen los datos bilaterales. Por ejemplo, el superávit bilateral persistentemente grande de Estados Unidos con Australia no explica el déficit global por cuenta corriente australiano, porque tanto los australianos como los estadounidenses gastan más de lo que ganan. Los australianos importan más de Estados Unidos que lo que le exportan, pero esto no cambia el hecho de que ambos países se encuentran en la misma situación. El dinero obtenido de las exportaciones estadounidenses a Australia se gasta en dispositivos o paneles solares de China, lo que genera a su vez los ingresos necesarios para comprar carbón y mineral de hierro a Australia. Lo cierto es que el déficit comercial de Australia con Estados Unidos es compensado con creces por el superávit comercial de Australia con China. Ese superávit bilateral no es suficiente para evitar que Australia tenga un déficit global por cuenta corriente con el resto del mundo, ni tampoco para evitar que China tenga un gran superávit. La relación global es lo que importa.[129]

De la misma manera, Estados Unidos tiene grandes y sostenidos superávits

bilaterales por cuenta corriente con los Países Bajos y Singapur. Hemos mostrado que esto se puede explicar por la combinación de estrategias de evasión del impuesto de sociedades y por la información errónea sobre las exportaciones de bienes estadounidenses que acaban en grandes puertos antes de ser reenviados a otros sitios. A pesar de estos superávits bilaterales, tanto los neerlandeses como los singapurenses gastan de manera constante mucho menos de lo que ganan —tanto en términos absolutos como relativos a sus ingresos—. Ambos están entre los mayores responsables de los desequilibrios globales actuales y, por tanto, entre los mayores responsables del déficit estadounidense por cuenta corriente. Si ahorraran menos y gastaran más en importaciones de otros países, el ingreso extra acabaría generando una demanda adicional de exportaciones estadounidenses, con independencia de si esto afectara a sus balanzas bilaterales con Estados Unidos.

La misma perspectiva se aplica a las cuentas financieras. Los balances bilaterales en las cuentas financieras no proporcionan ninguna información sobre qué países están gastando más o menos de lo que ganan. De hecho, las balanzas de cuentas financieras bilaterales no están relacionadas con las balanzas bilaterales en las cuentas corrientes. Más aún, no hay razones por las cuales las relaciones comerciales bilaterales de un país debieran ser el reflejo de sus relaciones financieras bilaterales. Los compradores de viviendas raramente obtienen hipotecas directamente de los vendedores, por ejemplo. Los bancos alemanes que hacen préstamos a bancos franceses que prestan a sus subsidiarias griegas que después compran bonos del Gobierno griego emitidos para pagar submarinos de fabricación alemana están en última instancia financiando el comercio entre Alemania y Grecia, incluso aunque los flujos financieros bilaterales fuesen de Alemania a Francia y después de Francia a Grecia. Es también difícil determinar la verdadera nacionalidad de los compradores de activos financieros cuando usan centros de custodia para permanecer anónimos o encaminan sus compras a paraísos fiscales (esto es análogo a los problemas con los datos bilaterales sobre comercio y beneficios de inversiones extranjeras descritos anteriormente).

Peter Navarro, el profesor de Economía formado en Harvard y consejero de Comercio de Donald Trump, no comparte este análisis. Navarro cree que los déficits comerciales bilaterales importan, y también parece creer que esos balances comerciales necesariamente se corresponden con los flujos financieros bilaterales. En una columna de 2017 en The Wall Street Journal, por ejemplo, escribió que el problema con el superávit comercial bilateral de China con

Estados Unidos es que permite a China «[comprar] compañías, tecnologías, tierras de cultivo, cadenas alimenticias estadounidenses; y, en última instancia, [controlar] gran parte de la base de la industria de defensa de Estados Unidos». [130]

Lo cierto es que los datos señalan que los estadounidenses han invertido alrededor de 46.000 millones de dólares en China desde principios de 2015 hasta principios de 2019, mientras que los residentes chinos han vendido un total de 380.000 millones de dólares de activos estadounidenses. En otras palabras, un total de 430.000 millones en financiación neta se movió de Estados Unidos a China. Si los flujos bilaterales financieros reflejasen los flujos comerciales bilaterales, como Navarro parece creer, Estados Unidos habría experimentado un gran superávit por cuenta corriente con China a lo largo de este periodo. En lugar de ello, Estados Unidos tenía un déficit con China de alrededor de 1,5 billones de dólares. En el mismo periodo, residentes de la zona euro invirtieron alrededor de 976.000 millones de dólares más en Estados Unidos de lo que los estadounidenses invirtieron en Europa. En otras palabras, alrededor de dos tercios de todo el superávit de la cuenta financiera estadounidense provenían de residentes en la zona euro. Y, no obstante, esos fondos no habían regresado directamente a Europa: el déficit bilateral total por cuenta corriente desde comienzos de 2015 hasta comienzos de 2019 ha sido de solo 116.000 millones de dólares. Por tanto, alrededor de 860.000 millones de financiación pasaron de Europa a Estados Unidos, para ser luego gastados en China y otros lugares.

Irónicamente, Navarro habría tenido más argumentos para criticar a China si no se hubiese centrado en las balanzas bilaterales y hubiese adoptado una perspectiva global. China tiene un superávit por cuenta corriente con el resto del mundo porque los residentes chinos invierten más en el exterior de lo que los no residentes chinos invierten en China. Al mismo tiempo, Estados Unidos tiene un déficit por cuenta corriente porque los no estadounidenses invierten más en Estados Unidos de lo que los estadounidenses invierten en el exterior. Estos hechos son al mismo tiempo más relevantes y más convincentes que las relaciones bilaterales.

El erróneo marco analítico de Navarro lleva a errores aún mayores cuando se considera el caso de México —un objetivo frecuente de la administración Trump —. Estados Unidos tiene sistemáticamente grandes déficits comerciales con México. Los estadounidenses también pagan a los mexicanos para que trabajen en Estados Unidos, mientras que muchas personas que viven en Estados Unidos

envían remesas a sus familiares en México. Juntemos todo ello y veremos que el déficit bilateral acumulado por cuenta corriente desde comienzos de 2015 hasta comienzos de 2019 fue de alrededor de 350.000 millones de dólares. En la misma columna de The Wall Street Journal de 2017, Navarro afirmaba que si Estados Unidos «negocia con éxito un tratado comercial bilateral con México en el que México acceda a comprar más productos a Estados Unidos de lo que ahora compra al resto del mundo», esto «aparecería en los datos del Gobierno como un incremento de las exportaciones estadounidenses [y] un menor déficit comercial».[131]

No hay razones para creer esto. Si, como implica Navarro, los mexicanos pagasen exportaciones adicionales de Estados Unidos comprando menos exportaciones del resto del mundo, su gasto total no cambiaría. En el mejor de los casos, el decreciente superávit bilateral de México con Estados Unidos sería compensado exactamente por un creciente déficit estadounidense con el resto del mundo, dado que esos países colectivamente pierden ingresos vendiendo menos exportaciones a México. El resultado más probable es que la propuesta de Navarro incrementase el déficit agregado estadounidense por cuenta corriente. Los mexicanos, presumiblemente, tienen buenas razones, como el precio y la calidad, para comprar bienes y servicios de productores no estadounidenses. Si se viesen obligados a cambiar de vendedores, probablemente tendrían que gastar más dinero que antes solo para obtener el mismo grado de satisfacción. En lugar de ello decidirían recortar su gasto y ahorrar más.

Penalizar las exportaciones mexicanas también sería contraproducente. Perder el acceso al mercado estadounidense haría a México menos atractivo a los ojos de los inversores extranjeros, incrementando al mismo tiempo el atractivo de los activos industriales estadounidenses. El resultado sería un cambio global de los flujos financieros de México a Estados Unidos que dispararía el poder de compra estadounidense y deprimiría el gasto en México. El efecto neto sería un déficit comercial bilateral menor de Estados Unidos con México a costa de un déficit comercial global estadounidense mayor.

Navarro no entiende que México absorbe excedentes de ahorros globales y productos industriales que, de otra manera, incrementarían el déficit comercial estadounidense. El déficit bilateral estadounidense por cuenta corriente con México no puede contribuir al déficit global de Estados Unidos porque los mexicanos, al igual que los estadounidenses, gastan más de lo que ganan. Después de todo, México tiene de manera sostenida uno de los mayores déficits

por cuenta corriente del mundo en términos absolutos, de alrededor del 2 por ciento de su PIB. El gran superávit comercial bilateral de México con Estados Unidos es principalmente una consecuencia de su situación geográfica, al lado del mayor mercado de consumo del mundo. Los industriales estadounidenses, europeos y japoneses han pasado décadas estableciendo fábricas en México para producir componentes y montar productos que son enviados al norte. Solo en torno al 60 por ciento del valor de las importaciones estadounidenses de México provienen de México.[132]

Hay solo una cosa que pueden hacer los mexicanos para intentar incrementar las exportaciones estadounidenses totales: incrementar su gasto y ampliar su déficit por cuenta corriente. Los mexicanos terminarían produciendo ingresos extras para el resto del mundo, parte de los cuales podrían convertirse finalmente en un aumento de la demanda de bienes y servicios estadounidenses. Incluso esto podría fallar, especialmente si los países con superávit ahorrasen la lluvia de dinero procedente del gasto mexicano adicional, en lugar de usar el dinero para fomentar un consumo y una inversión extras que en última instancia fluyesen a Estados Unidos. En ese escenario, un gasto adicional por parte de los mexicanos simplemente incrementaría los superávits por cuenta corriente en otros sitios, en lugar de contribuir a reducir el déficit estadounidense.

Esta estrategia sería también extremadamente arriesgada para México, dado que está a medio camino entre Estados Unidos y Turquía en cuanto a su capacidad de atraer ahorro externo. Si México fuese empujado a pedir prestado más para sufragar gasto extra en exportaciones estadounidenses, el resultado sería probablemente un boom temporal seguido de una crisis. El subsiguiente declive del gasto mexicano compensaría con creces cualquier beneficio a corto plazo para Estados Unidos o México.

Si Navarro quisiera realmente comprender el desarrollo del déficit comercial estadounidense en las últimas décadas, haría mejor en centrarse en por qué los ciudadanos de las principales economías con superávit han gastado sistemáticamente menos de lo que ganaban. También haría bien en estudiar por qué los ahorradores de todo el mundo prefieren desde hace mucho almacenar sus excedentes de riqueza en Estados Unidos y lo que esto ha supuesto para los estadounidenses. Como explicaremos, empezando con China, las respuestas no tienen que ver con culturas de la frugalidad o del derroche. Más bien tienen todo que ver con la distribución de los ingresos y la estructura del sistema monetario global.

[105] Robert C. Allen, «Engels' Pause: Technical Change, Capital Accumulation, and Inequality in the British Industrial Revolution», Explorations in Economic History 46, n.º 4 (octubre de 2009), pp. 418-35; Robert C. Allen, «The High Wage Economy and the Industrial Revolution: A Restatement», Universidad de Oxford, Discussion Papers in Economic and Social History n.º 115, junio de 2013; Elise Brezis, «Foreign Capital Flows in the Century of Britain's Industrial Revolution: New Estimates, Controlled Conjectures», Economic History Review, 48, n.º 1 (febrero de 1995), pp. 46-67.

[106] Alan L. Olmstead y Paul W. Rhode, «Cotton, Slavery, and the New History of Capitalism», Explorations in Economic History 67 (enero de 2018), pp. 1-17.

[107] Robert E. Lipsey, «U. S. Foreign Trade and the Balance of Payments, 1800–1913», NBER Working Paper n.º 4.710, abril de 1994; Robert E. Gallman, «Gross National Product in the United States, 1834–1909», en Output, Employment, and Productivity in the United States after 1800, ed. de Dorothy S. Brady, Nueva York: National Bureau of Economic Research, 1966; U.S. Census, tabla 4, «Population: 1790 to 1990», https://www.census.gov/population/censusdata/table-4.pdf.

[108] E. Peshine Smith, A Manual of Political Economy, Nueva York: George P. Putnam, 1853; Michael Hudson, «E. Peshine Smith: A Study in Protectionist Growth Theory and American Sectionalism» (tesis doctoral, Universidad de Nueva York, 1968).

[109] Kenichi Ohno, The Economic Development of Japan: The Path Japan Travelled as a Developing Country, Tokio: GRIPS Development Forum, 2006, trad. de Azko Hayashida.

[110] Stephen Kotkin, Stalin: Paradoxes of Power, 1878–1928, Nueva York: Penguin, 2014; Stephen Kotkin, Stalin: Waiting for Hitler, 1929–1941, Nueva York: Penguin, 2017; «Notes from the Meeting between Comrade Stalin and Economists Concerning Questions in Political Economy, 29 January 1941», Wilson Center Digital Archives, https://digitalarchive.wilsoncenter.org/document/110984.

[111] GGDC, base de datos del Maddison Project 2018, https://www.rug.nl/ggdc/historicaldevelopment/maddison/releases/maddison-project-database-2018.

[112] OCDE, «Labor Force Statistics», https://stats.oecd.org/.

[113] Reserva Federal, «Industrial Production and Capacity Utilization - G.17», https://www.federalreserve.gov/releases/g17/.

[114] Peter Chen, Loukas Karabarbounis y Brent Neiman, «The Global Rise of Corporate Savings», Federal Reserve Bank of Minneapolis Working Paper 736, marzo de 2017.

[115] Basado en cálculos de la BEA, «National Income and Product Accounts», tablas 1.5.4, 1.5.5, 2.1, https://apps.bea.gov/iTable/index.cfm; Matthew C. Klein, «Least Productive Sectors Only Thing Keeping Inflation Going», FT Alphaville, 12 de septiembre de 2016, https://ftalphaville.ft.com/2016/09/12/2174415/least-productivesectors-only-thing-keeping-inflation-going/.

[116] John M. Robertson, The Fallacy of Saving: A Study in Economics, Londres: Swan Sonnenschein, 1892.

[117] Michael Kumhof, Romain Rancière y Pablo Winant, «Inequality, Leverage, and Crises», American Economic Review 105, n.º 3 (2015), pp. 1217-1245.

[118] Marriner S. Eccles, Beckoning Frontiers: Public and Personal Recollections, ed. de Sidnay Hyman, Nueva York: Alfred A. Knopf, 1951. Véase también Robert J. Barro, «Double-Counting of Investment», documento de trabajo, abril de 2019, que argumenta que la renta nacional se exagera porque la inversión solo es evaluable si permite el consumo.

[119] FMI, «World Economic Outlook Database», octubre de 2018, https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/02/weodata/weorept.aspx?pr.x=53&pr.y=7&sy=1980&ey=2018&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&c=0

[120] FMI, «World Economic Outlook Database», octubre de 2018, https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/02/weodata/weorept.aspx?pr.x=55&pr.y=9&sy=1980&ey=2018&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=

[121] IMF, Balance of Payments and International Investment Position Manual, 6.ª ed., noviembre de 2013, https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf.

[122] Asociación Coreana de Comercio Internacional, «Balance of Trade», http://kita.org/kStat/overview_BalanceOFTrade.do; Martin Sandbu, Europe's Orphan: The Future of the Euro and the Politics of Debt, Princeton, NJ: Princeton University Press, 2015.

[123] Franziska Hünnekes, Moritz Schularick y Christoph Trebesch, «Export weltmeister: The Low Returns on Germany's Capital Exports», Center for Economic Policy Research Discussion Paper 13863, julio de 2019; cálculos del autor basados en la balanza de pagos y datos de la posición inversora internacional del Deutsche Bundesbank, https://www.bundesbank.de/en/statistics/external-sector.

[124] BPI, «Effective Exchange Rates Indices», https://www.bis.org/statistics/eer.htm; Banco Central de la República de Turquía, «Weighted Average Interest Rates for Banks' Loans», https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB+EN/Main+Menu/Statistic

[125] Matthew C. Klein, «If Spain Didn't Need Capital Controls, Why Would Anyone?», FT Alphaville, 15 de julio de 2016, https://ftalphaville.ft.com/2016/07/15/2168347/if-spain-didnt-need-capital-controls-why-would-anyone/; Banco de España, «Spanish Securities Markets», https://www.bde.es/webbde/en/estadis/infoest/temas/sb_tiimerval.html; Banco de España, «Consumer Price Index (CPI) and Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)», https://www.bde.es/webbde/en/estadis/infoest/temas/sb_ipc.html; Banco de España, «Economic Indicators», https://www.bde.es/webbde/en/estadis/infoest/indeco.html; Banco de España, «Interest Rates and Exchange Rates», https://www.bde.es/webbde/en/estadis/infoest/tipos/tipos.html; BPI, «Residential Property Prices: Detailed Series (Nominal)», https://www.bis.org/statistics/pp_detailed.htm.

[126] Geoffrey Wawro, The Franco-Prussian War: The German Conquest of France in 1870-1871, Cambridge: Cambridge University Press, 2003.

[127] Charles P. Kindleberger, Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises, 5.ª ed., Nueva York: John Wiley and Sons, 2005.

[128] Arthur E. Monroe, «The French Indemnity of 1871 and Its Effects», Review of Economics and Statistics 1, n.º 4 (octubre de 1919), pp. 269-281; Asaf Zussman, «The Rise of German Protectionism in the 1870s: A Macroeconomic Perspective», documento de trabajo, julio de 2002.

[129] Gobierno australiano, Departamento de Asuntos Exteriores y Comercio, «China Fact Sheet», http://dfat.gov.au/trade/resources/Documents/chin.pdf, y «United States Fact Sheet», http://dfat.gov.au/trade/resources/Documents/usa.pdf.

[130] Nick Timiraos, «Trump Adviser Peter Navarro: Trade Deficits Endanger U. S. National Security», The Wall Street Journal, 6 de marzo de 2017; Peter Navarro, «Why the White House Worries about Trade Deficits», The Wall Street Journal, 5 de marzo de 2017.

[131] BEA, «International Transactions Accounts», tabla 1.3, https://www.bea.gov/iTable/index_ita.cfm; Navarro, «Why the White House Worries».

[132] OCDE, «Trade in Value Added: Origin of Value Added in Gross Imports», https://stats.oecd.org/Index.aspx?datasetcode=TIVA_2018_C1; FMI, «World Economic Outlook Databases», abril de 2019, https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/01/weodata/index.aspx.

04

De Tiananmén a la

Nueva Ruta de la Seda

Entendiendo el superávit de China

La economía china ha crecido a un ritmo vertiginoso durante cuatro décadas. Inicialmente, esto era debido a que el maoísmo había sido reemplazado por el reformismo moderado de Deng Xiaoping y sus colegas después de que estos asumieran el liderazgo del Partido Comunista Chino en 1978. Después de casi un siglo de guerra y represión, las energías emprendedoras latentes del pueblo chino pudieron por fin florecer. Esto produjo mejoras significativas en el nivel de vida en la década posterior al comienzo de las reformas de 1978. También generó difíciles problemas políticos que fueron subsiguientemente suprimidos a cambio de un nuevo modelo que generaba un rápido crecimiento a toda costa. Este nuevo modelo, combinado con el peculiar sistema político chino, ha sido responsable del subsiguiente crecimiento rápido de China así como de sus sustanciales desequilibrios.

El Gobierno chino comenzó a implementar su modelo específico, pero familiar, de desarrollo a comienzos de la década de 1990. Como en el caso de Gran Bretaña siglos antes, los trabajadores emigraron del campo a las ciudades, en parte gracias a las nuevas oportunidades y en parte a que los Gobiernos locales confiscaron o se apropiaron de sus tierras a medida que los centros urbanos se expandían dramáticamente. Estos nuevos trabajadores urbanos están sistemáticamente mal pagados en relación con el valor de lo que producen, lo que genera un excedente sustancial que ha sido empleado para financiar inversiones en capital físico. La inversión siempre ha sido priorizada frente al consumo.

Mientras, como los estadounidenses en el siglo XIX, China atrajo tecnología y conocimientos modernos prometiendo a las empresas extranjeras altos beneficios y acceso a un gran mercado doméstico. Como Japón y Corea del Sur, China canalizó los ahorros de las familias a determinadas empresas a través de un sistema bancario controlado por el Estado. También al igual que sus vecinos asiáticos, China usa regulaciones discriminatorias y persuasión moral para favorecer a los llamados campeones domésticos por encima de los productores no chinos.

Durante muchos años, este enfoque pareció funcionar razonablemente bien para China, aunque crease significativos problemas medioambientales en casa. Desgraciadamente para China, el modelo de crecimiento de altos ahorros dejó de ser útil hace tiempo, lo que ha generado unas consecuencias crecientemente complicadas para China y el resto del mundo.

La razón es que las inversiones valen la pena solo si satisfacen unas necesidades de consumo que estuviesen hasta ese momento desatendidas. De otra manera, solamente son un derroche de recursos que podrían haber sido mejor empleados en otros menesteres. Financiar inversiones a costa del consumo es, por tanto, contraproducente si el resultado es un exceso de capacidad y unos trabajadores empobrecidos; precisamente la situación que vive China desde comienzos de la década de 2000. Como dijo el entonces primer ministro chino Wen Jiabao en marzo de 2007: «Hay problemas estructurales en la economía de China que causan un desarrollo inestable, desequilibrado, descoordinado e insostenible». [133]

Hasta la crisis financiera, el coste de esta estrategia era transferido a todos los efectos al resto del mundo por medio de unos crecientes superávits comerciales y unos masivos flujos financieros hacia el exterior. A mediados de la década de 2000, residentes chinos, en su mayoría vinculados al Gobierno central, estaban comprando más de 700.000 millones de dólares de activos extranjeros cada año. Estos flujos de dinero al exterior fueron absorbidos por Estados Unidos y otros países ricos a costa de una caída de la capacidad manufacturera y de un aumento del endeudamiento de las familias (explicaremos los mecanismos con más detalle más adelante).

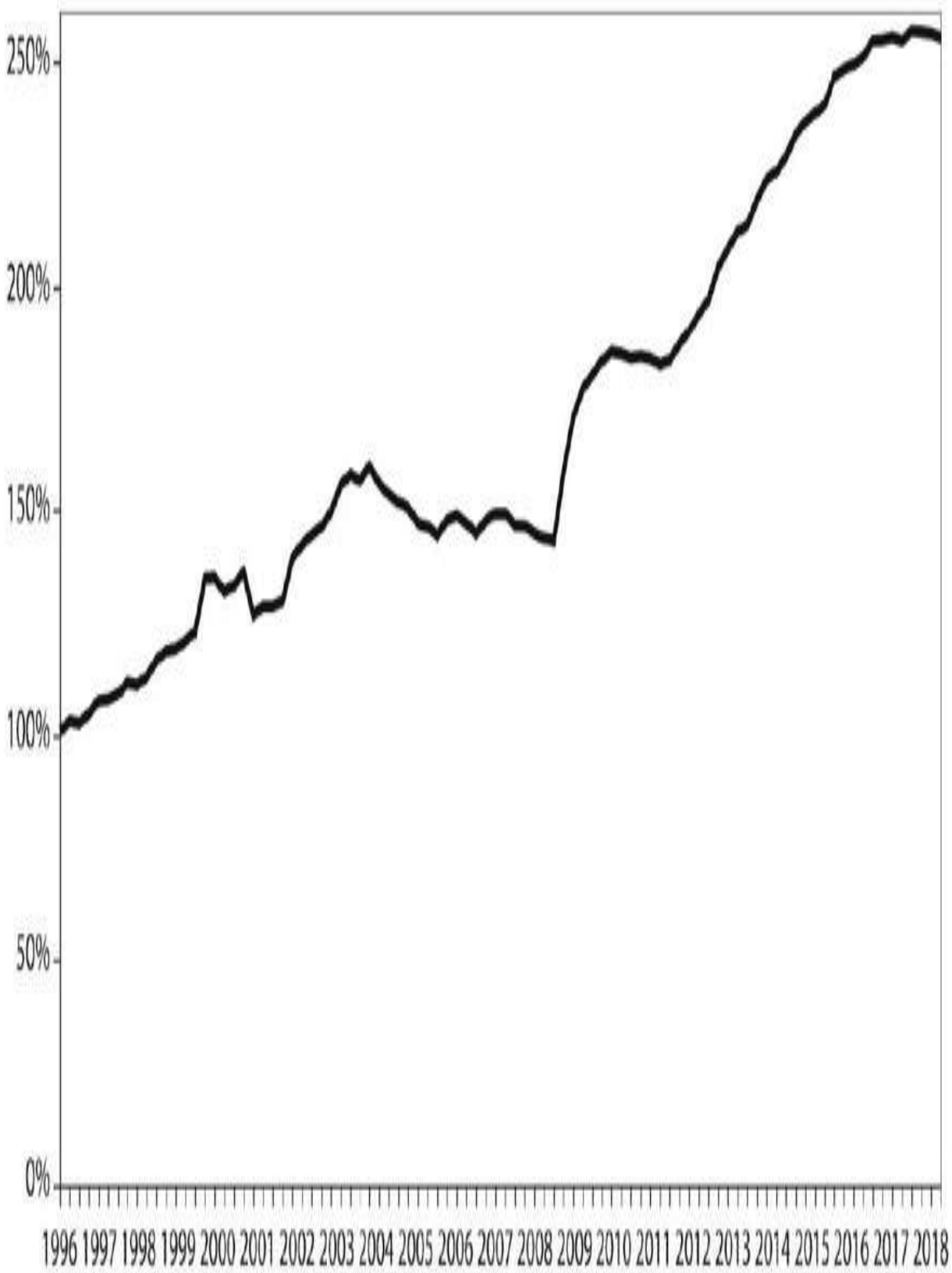
250%
200%
150%
100%
50%
0%
1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018

Figura 4.1. Los desequilibrios de China vuelven a casa (deuda total del sector no financiero como porcentaje del PIB). Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

Durante la crisis financiera, un colapso de la demanda en los principales mercados de exportación de China —principalmente Estados Unidos— provocó una profunda contracción del superávit por cuenta corriente del país, forzando al Gobierno chino a escoger entre permitir que cayese la producción doméstica (lo que provocaría un aumento del desempleo) o gastar más en la escala doméstica para aumentar la demanda interna. Aumentar la demanda era claramente la mejor opción, pero significaría o bien una mayor inversión o un mayor consumo.

Con unos niveles de inversión tan altos y que ya estaban siendo malgastados a escala masiva, el Gobierno central podría haber optado por un mayor consumo. Pero las múltiples constricciones institucionales de China, que discutiremos en mayor detalle más adelante en este capítulo, significaban que el consumo no habría crecido lo suficientemente rápido excepto por medio de un aumento de los préstamos a las familias. No es muy sorprendente, dado lo que acababa de pasar en Estados Unidos, que los líderes chinos no estuviesen muy interesados en una experiencia similar.

Es por ello que el Gobierno escogió centrarse en un aumento de la inversión. La respuesta más sencilla a la crisis financiera global fue un impulso masivo de la inversión en infraestructura y vivienda para compensar el descenso del gasto exterior. Esto simultáneamente incrementó los existentes y ya antiguos desequilibrios chinos mientras que los proyectaba al exterior. China pudo crecer aunque su superávit por cuenta corriente cayese a costa de un aumento casi sin precedentes de su endeudamiento. Las inversiones improductivas no pudieron pagarse solas.[134]

El peligro es que el Gobierno chino, una vez alcanzado el límite de su capacidad de generar un crecimiento rápido mediante una inversión financiada a través de deuda, intente otra vez trasladar el coste de su modelo económico al resto del mundo por medio de superávits comerciales y flujos financieros al exterior. La única forma de evitar esto es reequilibrando la economía china de manera que se

priorice el consumo de los hogares sobre la inversión. Eso significa revertir todos los mecanismos existentes de transferencia de poder de compra de los trabajadores y jubilados chinos a las empresas y al Gobierno —unas reformas al menos tan dramáticas y políticamente complicadas como las implementadas por Deng Xiaoping a partir de 1978—.

Desgraciadamente para China, las decisiones adoptadas en las últimas décadas se han enquistado políticamente. Es fácil para un régimen autoritario y antidemocrático suprimir los derechos de los trabajadores y trasladar el poder de compra de los consumidores a las grandes empresas. Después de todo, ya lo hizo Stalin. El problema es que años de concentración de ingresos fomentada por el Estado han generado un potente grupo de «intereses creados» —el término favorito del primer ministro Li Keqiang— que se resistirá fuertemente a cualquier reforma que transfiera poder de compra a los consumidores. Cualquier proceso de ajuste exitoso requerirá una nueva relación entre el Gobierno, el pueblo y las élites.[135]

Aunque el Gobierno chino ha hecho algunos esfuerzos genuinos para mejorar el bienestar de los chinos corrientes en los últimos años, incluyendo protección medioambiental, reforma financiera y medidas de protección de la salud, no ha sido suficiente para revertir la tendencia que se sigue desde 1989. La gran pregunta no respondida en el caso de China es si el Partido Comunista Chino puede reformar este sistema en beneficio del pueblo chino sin perder su monopolio político.

Para comprender por qué China se encuentra en esta situación y por qué ha sido tan complicado revertir este proceso, es necesario comprender la trayectoria de crecimiento chino a lo largo de las últimas cuatro décadas. Uno de los mayores errores cometidos por los analistas en su interpretación del desarrollo de China ha sido combinar las casi cuatro décadas transcurridas desde que Deng Xiaoping iniciase sus históricas reformas en un modelo único, consistente, de crecimiento, a partir del cual podemos extraer conclusiones sobre el proceso de toma de decisiones políticas. Es mucho más útil pensar en este periodo como un conjunto de cuatro estadios muy diferentes, el último de los cuales, con mucha dificultad, acaba de empezar.

El primer estadio: «reforma y apertura»

El primer estadio comenzó con una crisis. A finales de la década de 1970, décadas de políticas maoístas habían constreñido severamente la capacidad productiva del pueblo chino hasta el punto de que la economía se había estado contrayendo incluso aunque la población seguía creciendo. El nivel de vida medio había caído a menos del 8 por ciento de los del mundo desarrollado. Lo que es peor, esto se produjo durante la explosión demográfica de las décadas de 1950 y 1960, que aumentaría el porcentaje de personas en edad de trabajar en la creciente población china en aproximadamente 20 puntos porcentuales. Aunque este cambio demográfico se convertiría en breve en una fuente importante del extraordinario crecimiento económico de China, habría sido política y socialmente devastador si China hubiese continuado por ese camino.[136]

Para evitar el colapso, la economía china tenía que transformarse de tal manera que eliminase las muchas constricciones sobre la productividad económica que se habían desarrollado a lo largo de las décadas anteriores. Las reformas de Deng Xiaoping hicieron precisamente eso, y, lo que es más importante, tuvieron un éxito inmediato. Entre 1950 y 1977, la producción real per cápita de China creció a una tasa media anual de solo un 2,5 por ciento. Por comparación, la producción real per cápita de Japón, que también se estaba recuperando de la devastación de la guerra, creció a una tasa media anual del 7 por ciento a lo largo del mismo periodo. Después de 1977 y hasta esta década, China ha experimentado solo tres años en los que el crecimiento del PIB estuvo por debajo del 7 por ciento: en 1982, cuando China creció un 5,2 por ciento; en 1990, cuando creció un 4 por ciento; y en 1991, cuando creció un 3,8 por ciento. [137]

Bajo el programa de Deng Xiaoping de «reforma y apertura», el Gobierno relajó las leyes que impedían la actividad económica no planificada, redujo el papel de la planificación central en favor de la planificación localizada y permitió a los campesinos retener su excedente de alimentos después de vender una cuota mínima al Estado. Se abandonaron proyectos de inversión de «saltos adelante» y abultados presupuestos militares en favor de un enfoque de «paso a paso» que favorecía el consumo doméstico. La asignación del crédito fue gradualmente descentralizada a través de una explosión de nuevos bancos locales que en tres décadas dejó aproximadamente un 60 por ciento de todos los nuevos préstamos en manos de instituciones provinciales locales, desde aproximadamente cero cuando comenzaron las reformas. Estas reformas liberaron una explosión de

actividad económica que generó una tremenda creación de riqueza.

El desafío al que se enfrentaba Deng era reformar el carácter institucionalmente rígido de la economía china sin socavar el dominio del Partido Comunista Chino o fomentar la oposición interna a su liderazgo. Debido a que sus reformas necesariamente erosionaban la capacidad de la burocracia de constreñir y dirigir la actividad económica, se enfrentaron a una fuerte resistencia por parte de la élite prácticamente desde el comienzo. Casi por definición, las reformas liberalizadoras dañaron intereses enquistados en aras de mejorar la productividad global, lo que explica por qué, a lo largo de la historia, las reformas siempre han generado oposición política por parte de grupos poderosos que se benefician del modelo económico existente.

La solución de Deng fue adoptar un enfoque gradualista a la liberalización económica que mantuvo a muchas de las antiguas élites en posiciones de poder. Esto significaba que la economía planificada y la naciente economía de mercado interactuaban de formas impredecibles. Algunos precios estaban regulados y fijados por el Estado de acuerdo con cuotas de producción, mientras que otros podían flotar libremente de acuerdo con la oferta y la demanda. Al ser considerada más estratégica, la industria pesada fue liberalizada más lentamente que la agricultura y la industria ligera, lo que creó desequilibrios entre la economía rural y la urbana.

Una consecuencia de todo ello fue una rápida inflación del precio de los alimentos a finales de la década de 1980 que redujo los niveles de vida en las ciudades. Tal como lo describe el economista Barry Naughton, esto produjo «la sensación de que el Gobierno estaba violando un tipo de contrato social implícito con los residentes urbanos». En un entorno que había sido caracterizado como de creciente apertura, muchos trabajadores y estudiantes chinos de todo el país expresaron su descontento demandando más derechos y más participación política. La manifestación más famosa en ese sentido se produjo en la plaza de Tiananmén, en el centro de Pekín y al lado del Gran Salón del Pueblo, el principal centro legislativo y ceremonial de China. Aunque algunos líderes chinos tenían cierta simpatía hacia esos objetivos, el Partido Comunista Chino suprimió violentamente el movimiento prodemocracia el 4 de junio de 1989.

Los opositores a Deng se sintieron vindicados por la aparición del movimiento prodemocracia, que pensaban que era un síntoma de la liberalización. En los siguientes dos años, los comunistas ortodoxos intentaron revertir el programa

reformista. No es ninguna coincidencia que la economía china creciese más lentamente que nunca desde 1978 en los años inmediatamente posteriores a Tiananmén. Ese débil crecimiento, en última instancia, socavó sus aspiraciones al liderazgo y dio a Deng y sus aliados en el gobernante Comité Permanente la oportunidad de reforzar la liberalización —esta vez, con una vertiente política más dura—. No obstante, en una fecha tan tardía como 1992, aún había oposición, y el famoso Tour del Sur realizado por Deng fue organizado principalmente para aplastar la continuada resistencia de la élite.[138]

El segundo estadio: el modelo chino de desarrollo

En este estadio resulta útil hablar del modelo chino de desarrollo. Tras la represión de 1989, el Gobierno pasó de meramente intentar eliminar las constricciones al crecimiento a implementar activamente nuevas políticas para generar un rápido crecimiento. En ausencia de reforma política, el Partido Comunista Chino conseguiría cimentar su legitimidad popular garantizando unos aumentos significativos del nivel de vida. Estas nuevas políticas comenzarían también a crear desequilibrios, el más importante de los cuales sería el porcentaje extraordinariamente pequeño de la renta nacional retenido por las familias chinas corrientes.

Esto no era algo accidental. Los países en desarrollo, como argumentó el economista de origen ucraniano Alexander Gerschenkron en su magistral obra El atraso económico en su perspectiva histórica, se han enfrentado históricamente a dos constricciones clave. En primer lugar, quizá debido a la incertidumbre en torno a los derechos de propiedad, de unos sistemas jurídicos no creíbles y de sistemas financieros y políticos inestables, no generan suficientes ahorros domésticos para financiar la inversión. En segundo lugar, por muchas razones similares, el sector privado es incapaz de dirigir la inversión hacia proyectos productivos.

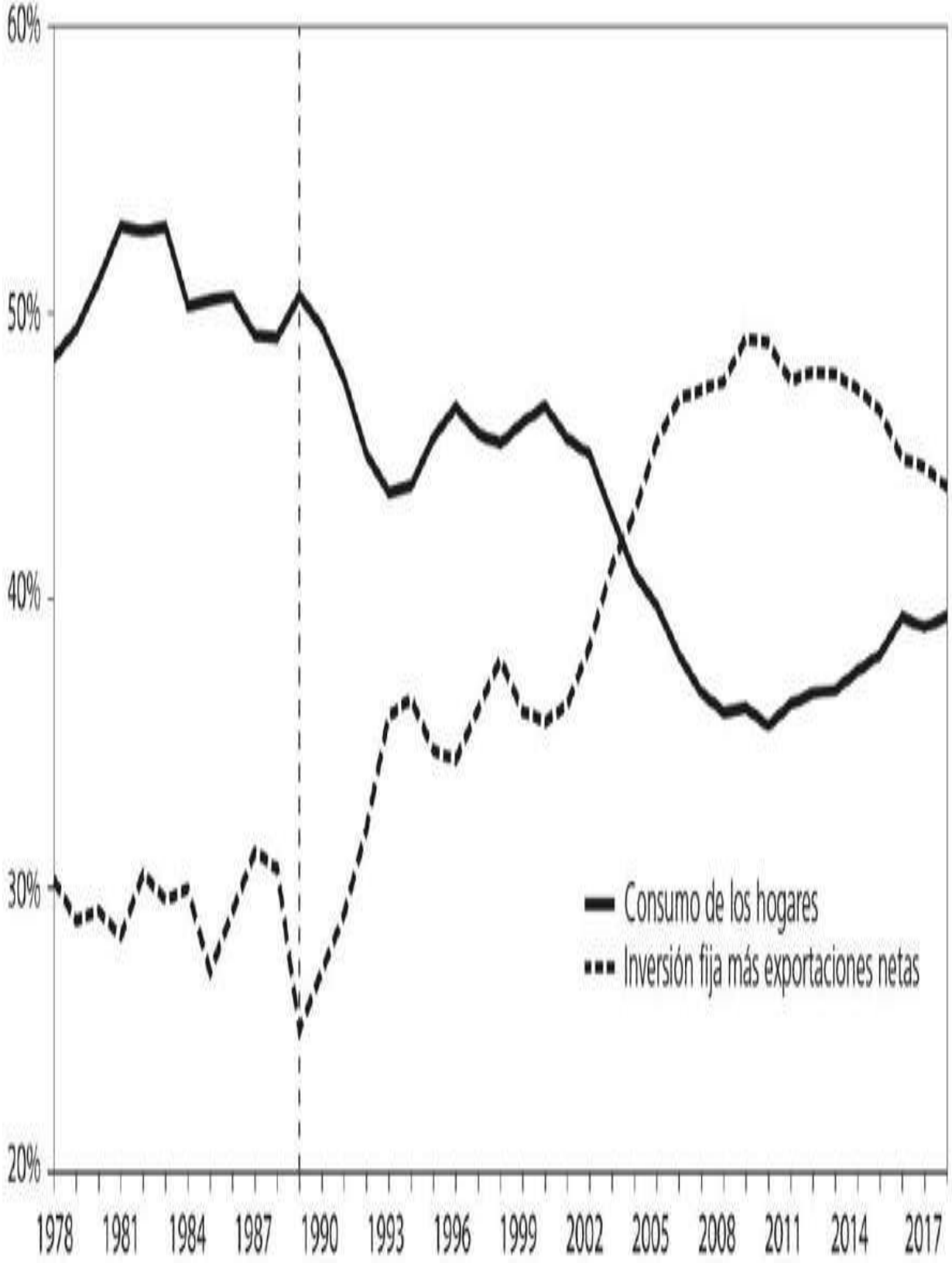
60%
50%
40%
30%
20%
1978
1981
1984
1987
1990
1993
1996
1999
2002
2005
2008
2011
2014
2017
Consumo de los hogares
Inversión fija más exportaciones netas

Figura 4.2. Los desequilibrios de China comenzaron después de 1989 (porcentajes del PIB). Fuentes: Oficina Nacional de Estadísticas de China; cálculos de Matthew Klein.

La conclusión de Gerschenkron fue que estas constricciones podrían ser superadas por medio de la intervención gubernamental. Según Gerschenkron, el Estado puede acelerar el desarrollo reuniendo recursos del sector privado y usando esos recursos para construir infraestructuras e instalaciones industriales necesarias. El consumo de los hogares sería suprimido para que crezca la inversión. En la práctica, esto significa que los trabajadores y los jubilados pagan impuestos directa e indirectamente para subsidiar la inversión dirigida por las autoridades centrales —una estrategia de desarrollo adecuada para los regímenes autoritarios, que no necesitan someterse al control de sus votantes.[139]

Casi todos los casos pasados de milagros de crecimiento impulsados por la inversión han seguido esta receta. La Unión Soviética bajo Stalin se industrializó usando el modelo de Gerschenkron en la década de 1930. La China maoísta intentó —pero fracasó— lograr algo similar durante el Gran Salto Adelante de 1958-1962. La dictadura militar brasileña tuvo unos resultados más bien ambiguos cuando aplicó este modelo durante las décadas de 1960 y 1970. Japón es la única gran democracia que implementó este modelo en las décadas posteriores a la Segunda Guerra Mundial. Su imitación, adoptada posteriormente por Corea del Sur durante su dictadura militar, ha sido la más exitosa.

A partir de comienzos de la década de 1990, el Gobierno chino, habiendo aprendido de estas experiencias, comenzó a implementar una variedad de mecanismos para transferir poder de compra de los chinos corrientes para subsidiar la inversión doméstica y el consumo externo. El rápido crecimiento de China ayudó a ocultar la escala de estas transferencias por parte de los trabajadores chinos corrientes y los pensionistas. Los ingresos de las familias crecieron rápidamente, aunque consumiesen un porcentaje cada vez menor de la producción económica. Esto tuvo un profundo impacto en las relaciones económicas de China con el resto del mundo, al menos hasta 2008. Durante las décadas de 1990 y 2000, el declive del consumo chino en relación con el PIB fue sustancialmente mayor que el aumento de la inversión, con el resultado de que

los mecanismos internos de transferencias de China generaron un masivo superávit por cuenta corriente que alcanzó aproximadamente el 10 por ciento de la renta nacional de China hacia 2007-2008.

Uno de esos mecanismos fue monetario. China había estado devaluando paulatinamente su tasa de cambio frente al dólar estadounidense desde comienzos de la década de 1980, pero esto se debió fundamentalmente a que el antiguo precio oficial había sido arbitrariamente alto y limitaba la capacidad del Gobierno de gestionar los flujos financieros hacia el exterior. En 1994, el Gobierno abandonó esta política y devaluó el yuan en una tercera parte, de 5,8 yuanes por dólar a 8,7 yuanes por dólar. Hacia mediados de 1995 se había establecido una vinculación del yuan con el dólar de 8,3 yuanes por dólar. Este tipo de cambio se mantendría rígidamente hasta mediados de 2005.

El resultado fue que el yuan pasó a estar progresivamente infravalorado en relación con los fundamentos de la economía. China había vinculado su moneda al dólar aunque la productividad estaba creciendo mucho menos en Estados Unidos que en China o que en gran parte del resto del mundo. Esto hizo que las exportaciones chinas fuesen cada vez más baratas para los consumidores extranjeros y, al mismo tiempo, privó a los consumidores chinos de la capacidad de comprar todo lo que habían ganado con su trabajo. Supuso una transferencia de los consumidores chinos que subsidiaba los beneficios de las operaciones industriales en China —incluyendo las empresas conjuntas establecidas por las compañías estadounidenses, europeas y japonesas—. Esta transferencia explica por qué China pasó de tener un déficit por cuenta corriente en 1993 a unos superávits cada vez mayores hacia la década de 2000. Para cuando China permitió que el yuan comenzase a apreciarse gradualmente frente al dólar en 2005, el país ya tenía un superávit por cuenta corriente del 6 por ciento del PIB. [140]

El Banco Popular de China (BPC) tuvo que gastar billones de dólares para mantener su tasa de cambio durante los años de la vinculación con el dólar y para limitar la tasa de apreciación del yuan después de 2005. La razón es que la cuenta corriente y la cuenta financiera de cualquier país tienen que equilibrarse. Los flujos de ingresos internos (o hacia el exterior) deben ser iguales que los ahorros hacia el exterior (o internos). China tenía un superávit comercial grande y creciente, lo que normalmente habría correspondido con unos flujos financieros hacia el exterior grandes y crecientes por parte de los ahorradores chinos. No obstante, el Gobierno chino, por razones relacionadas tanto con la

estabilidad política como financiera, restringió la capacidad de los chinos de mover dinero fuera del país. A todos los efectos, no hubo flujos hacia el exterior por parte del sector privado chino. Al mismo tiempo, los extranjeros estaban ansiosos por invertir en China. En lugar de equilibrarse, la cuenta financiera (privada) y la cuenta corriente se estaban reforzando una a otra.

Normalmente, las tasas de cambio se ajustan para evitar esto. Un yuan cada vez más fuerte habría hecho que los activos chinos fuesen menos asequibles para los inversores privados, habría disminuido las exportaciones chinas y aumentado las importaciones, incrementando el porcentaje del consumo con respecto al PIB y reduciendo el porcentaje de los ahorros. Es importante comprender exactamente cómo funciona esto. Casi todas las familias son directa o indirectamente importadoras netas, de manera que se benefician de una moneda más fuerte. Un yuan más fuerte genera de manera efectiva una transferencia de ingresos del sector manufacturero a las familias, y dado que esta transferencia aumenta los ingresos de las familias en relación con la renta nacional, también aumenta el consumo de las familias en relación con la producción doméstica o (lo que es lo mismo) reduce los ahorros en relación con la inversión.

La interacción de estas fuerzas habría mantenido en equilibrio la cuenta financiera y la cuenta corriente. Evitar este resultado requirió que el BPC generase un flujo financiero al exterior equivalente a la diferencia entre la cuenta financiera del sector privado chino y su cuenta corriente. Entre comienzos de 1998 y finales de 2008, por ejemplo, China había acumulado un superávit por cuenta corriente con un valor un poco inferior a 1,4 billones de dólares. Excluyendo las intervenciones del BPC, China también tuvo un superávit financiero acumulado de 500.000 millones de dólares. El elemento equilibrador fue el crecimiento de las reservas de divisas de China, que aumentaron hasta alcanzar 1,9 billones de dólares durante ese periodo. Estos activos representan una transferencia equivalente de riqueza de las familias chinas a los propietarios de las industrias exportadoras chinas.

En sí mismo, manipular la moneda por debajo de su valor fundamental habría tardado mucho en tener un impacto sobre la balanza comercial, si es que lo hubiera tenido. El aumento de la demanda de las exportaciones chinas impulsó la producción china, que debería a su vez haber generado mayores salarios y precios domésticos, especialmente si los trabajadores quieren ser compensados por el alto coste de los bienes extranjeros. Un aumento de los salarios chinos habría aumentado el coste de las exportaciones chinas para los consumidores

extranjeros, mientras que, al mismo tiempo, habría bajado el coste de las importaciones para los consumidores chinos. Con independencia de la tasa de cambio predominante entre los operadores de divisas, el valor real del yuan debería haberse apreciado, anulando el impacto de las intervenciones del BPC sobre la balanza por cuenta corriente. La inflación, en otras palabras, debería haber compensado el impacto distributivo inicial de la compra de reservas del banco central.

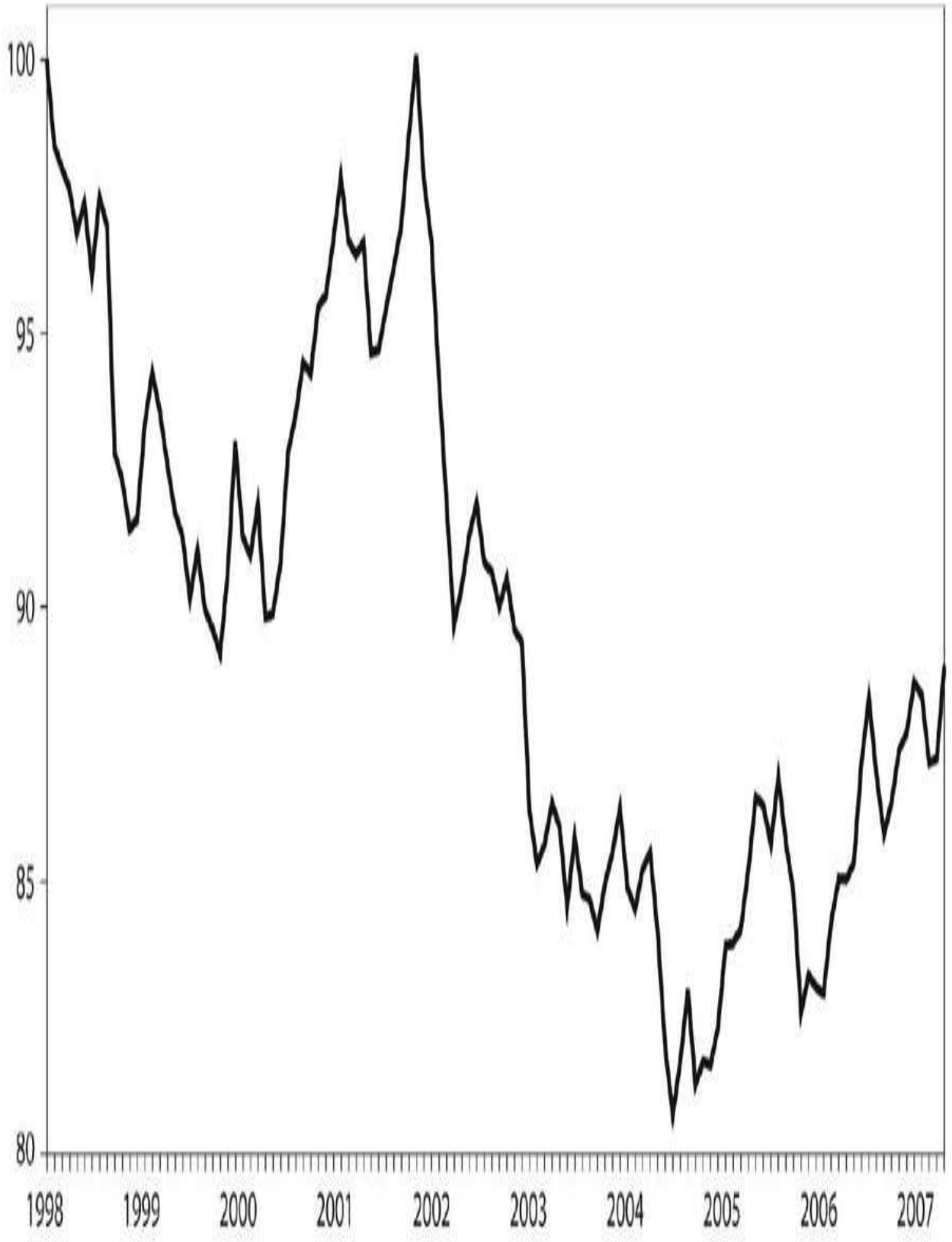
100
95
90
85
80
1998
1999
2000
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007

Figura 4.3. Superávit por cuenta corriente de China generado cuando su moneda estaba infravalorada (valor real a tipo de cambio efectivo ponderado por el comercio del yuan chino, enero de 1998 = 100). Fuentes: Banco de Pagos Internacionales, cálculos de Matthew Klein.

Según las estimaciones del Banco de Pagos Internacionales, sin embargo, la tasa de cambio ajustada a la inflación se depreció en aproximadamente un 20 por ciento entre 1998 y finales de 2007. De acuerdo con esta medida, el yuan no superaría su nivel de 1998 hasta 2011.[141]

La inflación, por supuesto, es un indicador de los precios al consumo, y el Gobierno chino ya se había comprometido a suprimir el consumo para fomentar la inversión y las exportaciones. Estas otras medidas fueron incluso más importantes que la manipulación monetaria para generar superávits comerciales masivos durante este periodo.

Muchas de estas medidas son regulatorias. Los derechos de propiedad se ignoran a menudo, lo que permite a los Gobiernos locales confiscar valiosos terrenos a las familias chinas para venderlos a promotores. Las expropiaciones fueron favorecidas por el sistema de incentivos que ofrecía el Gobierno central a los funcionarios locales del partido. Estos incentivos, que a menudo priorizaban el crecimiento de la producción sobre todo lo demás, también fomentaban que los Gobiernos locales ignorasen la polución y la degradación medioambiental para atraer inversión empresarial. Se les arrebataba la riqueza y la salud a los chinos corrientes para beneficiar a las élites. El nivel de vida creció mucho menos que la producción doméstica china. El porcentaje del PIB consumido por las familias chinas cayó 15 puntos porcentuales entre finales de la década de 1980 y finales de 2010. Para 2018, las familias chinas todavía consumían menos del 40 por ciento de la producción del país —una ratio mucho menor que en cualquier gran economía del mundo—.[142]

Uno de los mecanismos menos valorados para suprimir el consumo, y, aun así, el más importante, fue la represión financiera. Es significativo, sin embargo, que la eliminación gradual de la represión financiera en los últimos años solo haya revertido parcialmente los desequilibrios de China. En China, había pocas

opciones de ahorro aparte de tener depósitos en uno de los bancos públicos. Los tipos de interés de esos depósitos se fijaban a tasas extraordinariamente bajas, especialmente en relación con el crecimiento. Las tasas de ahorro eran también mucho menores de lo que habrían sido en un sistema de mercado, pero estaban lo suficientemente por encima de las tasas de los depósitos como para generar un beneficio garantizado para los bancos. Los préstamos estaban limitados por parte de los reguladores y el crédito se dirigía a prestatarios especialmente favorecidos, que disfrutaban de una financiación barata a costa de ahorradores y prestatarios corrientes que carecían de conexiones políticas.

El sistema financiero, en otras palabras, producía una transferencia masiva y sostenida del pueblo chino a los grandes industriales, promotores de infraestructuras, promotores inmobiliarios y Gobiernos provinciales y municipales. Esa transferencia supuso alrededor del 5 por ciento del PIB chino cada año entre el año 2000 y el comienzo de la liberalización de los tipos de interés, alrededor de 2013. Con un capital tan barato, no es sorprendente que entidades con acceso privilegiado a los préstamos se embarcasen en atracones masivos de inversión, en muchas ocasiones sin preocuparse mucho por la calidad de los proyectos que estaban financiando.[143]

El Gobierno chino puede igualmente suprimir el consumo para subsidiar la inversión usando lo que el historiador chino Qin Hui ha denominado la «ventaja comparada de unos menores derechos humanos». Esto da a los jefes una ventaja en poder negociador frente a salarios y beneficios. Los sindicatos son ilegales en China. Aquellos que intentan ayudar a mejorar las condiciones laborales, ya sean abogados o estudiantes, son a menudo detenidos por amenazar el orden social. Los prisioneros políticos son trabajadores no pagados o mal pagados en compañías privadas en sectores que van desde la fabricación de zapatos al montaje de productos electrónicos.[144]

La actitud característica del Gobierno chino hacia la protección de los trabajadores también se extiende al tratamiento dispensado a los cientos de millones de migrantes que se mueven del campo a las ciudades. Gracias al sistema hukou chino, estos trabajadores son a todos los efectos inmigrantes ilegales en su propio país. El sistema hukou, que originalmente, en la época maoísta, tenía como objetivo mantener a los trabajadores en las granjas, limita la libertad de movimiento de los chinos y de establecerse fuera de la localidad donde han nacido.

Los Gobiernos locales se han negado a aplicar las leyes que impiden que los migrantes rurales ocupen puestos de trabajo en las ciudades porque esto ha sido bueno para la economía. No obstante, estos trabajadores viven bajo la amenaza continua del desahucio, especialmente en las ciudades más grandes y más ricas, lo que genera una fuerza de trabajo relativamente obediente. El resultado de todo ello es que a los trabajadores de las corporaciones no financieras chinas se les paga solo un 40 por ciento del valor de lo que producen. En la mayoría de los restantes países, por el contrario, el porcentaje del trabajo en el valor añadido de la empresa es cercano al 70 por ciento.

El sistema hukou funciona además como un impuesto regresivo. Con independencia de dónde viven, los trabajadores tienen que contribuir al sistema nacional de seguridad social, que cubre la salud, la educación, las pensiones y otros beneficios. No obstante, los chinos son solo elegibles para recibir esos beneficios si residen donde están oficialmente registrados. Esto ha reducido el gasto social para cientos de millones de chinos pobres, aunque paguen impuestos para mantener a unos relativamente ricos Gobiernos locales. Incluso sin estas distorsiones, el sistema fiscal oficial de China es regresivo. El impuesto personal sobre la renta recauda solo alrededor de un 1 por ciento del PIB, mientras que los impuestos sobre el consumo y las tasas de la seguridad social suponen entre los dos un 14 por ciento. El resultado perverso es que aquellos que ganan poco a menudo tienen que enfrentarse a unas tasas fiscales mayores que las de los ricos. [145]

El subsidiar la producción a costa de los trabajadores y los ahorradores necesariamente suprime el consumo y obliga a que la tasa de ahorro de China sea la mayor de la historia. Esto no se debe a que estas transferencias lleven a un aumento de los ahorros de las familias, sino a que trasladan los ingresos de las familias de alto consumo a sectores con bajo consumo de la economía. Cuando funciona, es un poderoso modelo de desarrollo. Genera un crecimiento tan rápido que, incluso con impuestos y transferencias directas y ocultas, el nivel de vida, a pesar de todo, se dispara, como ha ocurrido claramente en China.

Este proceso también ha transformado la relación entre el Gobierno central en Pekín y la élite del país. Debido a que las autoridades centrales recaudan recursos nacionales y los asignan a proyectos especialmente favorecidos, ha emergido un nuevo y poderoso grupo que se ha beneficiado desproporcionadamente de estas políticas de crecimiento económico, en gran medida porque eran los beneficiarios directos de las medidas empleadas para

subsidiar la inversión constriñendo el crecimiento de los ingresos y el consumo de las familias. Este grupo apoyó fuertemente las políticas gubernamentales y compitió activamente para lograr los objetivos establecidos por Pekín. Cuanto más éxito tenían, más eran recompensados en forma de subsidios indirectos. El acceso a un crédito extraordinariamente barato se convertiría en el activo más valioso en China.

El tercer estadio: de la alta inversión a la sobreinversión

Siempre hay límites a la efectividad de cualquier modelo de crecimiento desequilibrado. El tercer estadio del crecimiento chino comenzó a finales de la década de 1990. Como antes, el potencial económico subyacente de China continuó expandiéndose gracias a un aumento de la productividad, altas inversiones y la continua migración de trabajadores del campo a las ciudades. Sin embargo, a diferencia de periodos anteriores, la producción real de China creció mucho más que este potencial subyacente. Hasta 2008 aproximadamente, la diferencia fue absorbida en el exterior por medio de unos crecientes superávits comerciales. Después de la crisis financiera global, el Gobierno chino respondió al colapso de la demanda externa de manufacturas chinas aumentando la inversión doméstica más aún. Sin un incremento conmensurable en proyectos de inversión rentables, el resultado fue simplemente un fuerte incremento de la deuda doméstica.

Para comprender por qué esto fue así, es necesario entender la importancia de los objetivos chinos de crecimiento del PIB, y para ello es necesario comprender a su vez la diferencia entre crecimiento del PIB referido a la producción y crecimiento del PIB referido a los insumos. En la mayoría de las economías, el PIB es un indicador de la producción generada por las familias, las empresas y el Gobierno, todos los cuales se enfrentan a constricciones al gasto. Las estadísticas oficiales miden los cambios relevantes en la actividad, que son registrados como la cantidad en la que se ha expandido o contraído el PIB durante el periodo considerado.

Pero esto no es lo que ocurre en China. En China, el crecimiento del PIB es un insumo del sistema. Se establece a comienzos del año como el objetivo de

crecimiento del PIB para ese año y representa la cantidad de crecimiento necesario para acomodar objetivos sociales y políticos, entre los cuales, por supuesto, está el deseo de mantener bajo el desempleo. Como tal, modifica las constricciones económicas estándares, permitiendo a los Gobiernos locales que generen suficiente actividad económica como para que, junto con la actividad económica de los sectores privado e inmobiliario, se añadan al objetivo de crecimiento del PIB.

Esto crea importantes —y peligrosos— incentivos. Los Gobiernos provinciales y municipales chinos controlan la mayor parte de la creación de crédito dentro del sistema bancario, y los bancos chinos rara vez tienen que reestructurar préstamos a proyectos que no pueden pagar sus deudas. La forma más fácil que tienen los funcionarios de cumplir sus objetivos es, por tanto, decirles a los bancos estatales que presten a compañías favorecidas para que inviertan en infraestructura, industria y construcción tanto como sea necesario. El que esas inversiones valgan la pena es irrelevante. Todo lo que importa es que la cantidad de gasto genere el suficiente PIB para cumplir con los objetivos del Gobierno central.

Al menos hasta mediados de la década de 1990, este sistema de incentivos no era un problema para China porque la escasez de infraestructuras y de capacidad industrial era muy grande. La única constricción importante sobre la inversión productiva era la velocidad a la que podían crecer los ahorros. Casi cualquier inversión incrementaba la productividad muy por encima del coste del proyecto. Bajo estas circunstancias, el mejor sistema financiero era el que discriminaba menos a la hora de escoger proyectos. Todo podía ser financiado siempre que fuese conforme a los objetivos políticos básicos del partido. Este es el sistema financiero que creó China. No era un administrador sofisticado del capital, pero fue extremadamente exitoso —gracias a las regulaciones gubernamentales— en capturar el aumento de los ahorros domésticos chinos y prestar barato para cualquier proyecto de inversión concebible.

Hay dos grandes diferencias entre la economía china y la mayor parte de las otras economías que permiten a los Gobiernos locales cumplir con el objetivo de crecimiento trimestre tras trimestre y año tras año con tal precisión. En primer lugar, los Gobiernos locales no están sometidos a constricciones presupuestarias duras —es decir, que pueden implicarse en cantidades casi ilimitadas de actividades económicas improductivas sin estar constreñidos por la necesidad de seguir siendo solventes—. Esto es posible porque los Gobiernos locales

controlan la mayor parte de la creación de crédito dentro del sistema bancario. En segundo lugar, debido a que los préstamos están directa o indirectamente garantizados, los bancos no tienen que reestructurar préstamos destinados a proyectos que no puedan servir la deuda. Esto les permite extender tanto crédito nuevo como sea necesario por parte de los Gobiernos locales para financiar la actividad necesaria para el objetivo de crecimiento del PIB.

A finales de la década de 1990, no obstante, años de rápido crecimiento de la inversión habían dificultado cada vez más el identificar inversiones productivas obvias. Los defectos ya antiguos del sistema bancario chino se convirtieron en una constricción seria. El crédito barato proveniente de ahorros cautivos de las familias subsidiaba inversiones que añadían menos valor económico del que realmente costaban. China había alcanzado un punto de saturación a partir del cual su boom inversor se había vuelto crecientemente improductivo.

Esto puede parecer sorprendente, dado que China es todavía hoy un país de bajos ingresos y era un país realmente pobre a finales de la década de 1990, cuando su PIB per cápita era comparable al de Honduras o Zimbabue. En 2012, economistas de HSBC Global Research estimaron que el valor total del stock de capital por trabajador en China era solo un 6 por ciento del de Estados Unidos. Concluyeron de ello que «China necesita invertir más, no menos». Su asunción implícita era que China debería invertir tanto como fuera posible hasta que alcanzase el nivel de penetración de capital de las economías más avanzadas. [146]

No obstante, es mucho más útil asumir que cada país tiene su nivel óptimo de inversión basado en sus instituciones domésticas y que no tiene sentido comparar los niveles de inversión per cápita de los países ricos con los de los países pobres. Unos proyectos arriesgados a largo plazo solo tienen sentido en contextos sociales e institucionales en los que el riesgo de expropiación es bajo, los mercados financieros son estables, las regulaciones no son obstructivas, se cumplen los contratos y es poco probable que las reglas del juego cambien inesperadamente. Países con estas condiciones deberían poder absorber niveles mucho mayores de inversión per cápita que países que no reúnen estas condiciones.

Por tanto, el stock de capital debería ser mucho mayor en sitios donde los Gobiernos rinden cuentas a sus ciudadanos y están constreñidos por la ley y por una poderosa sociedad civil. Por el contrario, altas tasas de corrupción,

regulaciones vagas y un Gobierno arbitrario son obstáculos naturales a la inversión productiva. También importan los factores técnicos. El sistema relativamente indulgente de quiebra, centrado en dar a los prestatarios una nueva oportunidad, ha ayudado a fomentar una cultura empresarial de la innovación, en contraste con las más conservadoras empresas europeas. Igualmente, el tratamiento de las patentes y la facilidad (o dificultad) para moverse de un trabajo a otro o de un sitio a otro dentro de un país pueden suponer una diferencia sustancial para la prosperidad de una sociedad. Incluso características culturales incalificables, como la importancia de la educación y la voluntad general de la gente de confiar en otras personas con las que no están relacionadas, tienen un gran impacto en el nivel óptimo de inversión física.[147]

En otras palabras, no todas las economías pueden absorber cantidades iguales de inversión de manera productiva. Las sociedades no son pobres porque carezcan de edificios, máquinas y otras formas de capital físico. Más bien les suele faltar capital porque son pobres, y son pobres porque sus instituciones les impiden absorber la inversión y el trabajo de manera tan productiva como podrían.

Las pocas sociedades que han sufrido genuinamente de escasez de capital físico son la excepción más que la regla. A menudo son países que se están recobrando de desastres naturales o guerras, como Europa, Japón y Corea en las décadas de 1940 y 1950. Menos común, pero también notable, es el caso de las sociedades avanzadas que experimentan un rápido crecimiento demográfico por una combinación de altas tasas de natalidad e inmigración, como Australia, Canadá y Estados Unidos en el siglo XIX. Las excepciones más raras son sociedades que experimentan rápidas transformaciones en sus instituciones domésticas que incrementan de manera sostenida su nivel de inversión óptimo. Los mejores ejemplos de ello son probablemente los países de Europa Central y del Este tras abandonar el comunismo, pero incluso estos países tienen tasas de inversión mucho más bajas que las de China. Más aún, eran relativamente prósperos antes de las guerras mundiales y la ocupación comunista.

¿Dónde encaja China en todo esto? China claramente experimentó una transición significativa cuando Deng Xiaoping y sus colegas llegaron al poder y comenzaron el proceso de reforma económica. Estas reformas coincidieron con el primer periodo sostenido en que China pudo disfrutar de una relativa paz doméstica e internacional en casi un siglo. Todo esto debería haber incrementado el nivel de capital físico óptimo del país. No obstante, es poco probable que estos cambios hayan sido suficientes para justificar el sustancial incremento de la

inversión a lo largo de las últimas dos décadas. De hecho, el economista Harry X. Wu estima que la productividad subyacente de China no ha mejorado desde comienzos de la década de 1990. La producción se ha incrementado solo porque se emplean más máquinas y trabajadores para producir más cosas. Eso explicaría por qué la economía china ha sido incapaz de crecer sin basarse o bien en la demanda exterior o bien en rápidos incrementos de la deuda doméstica.[148]

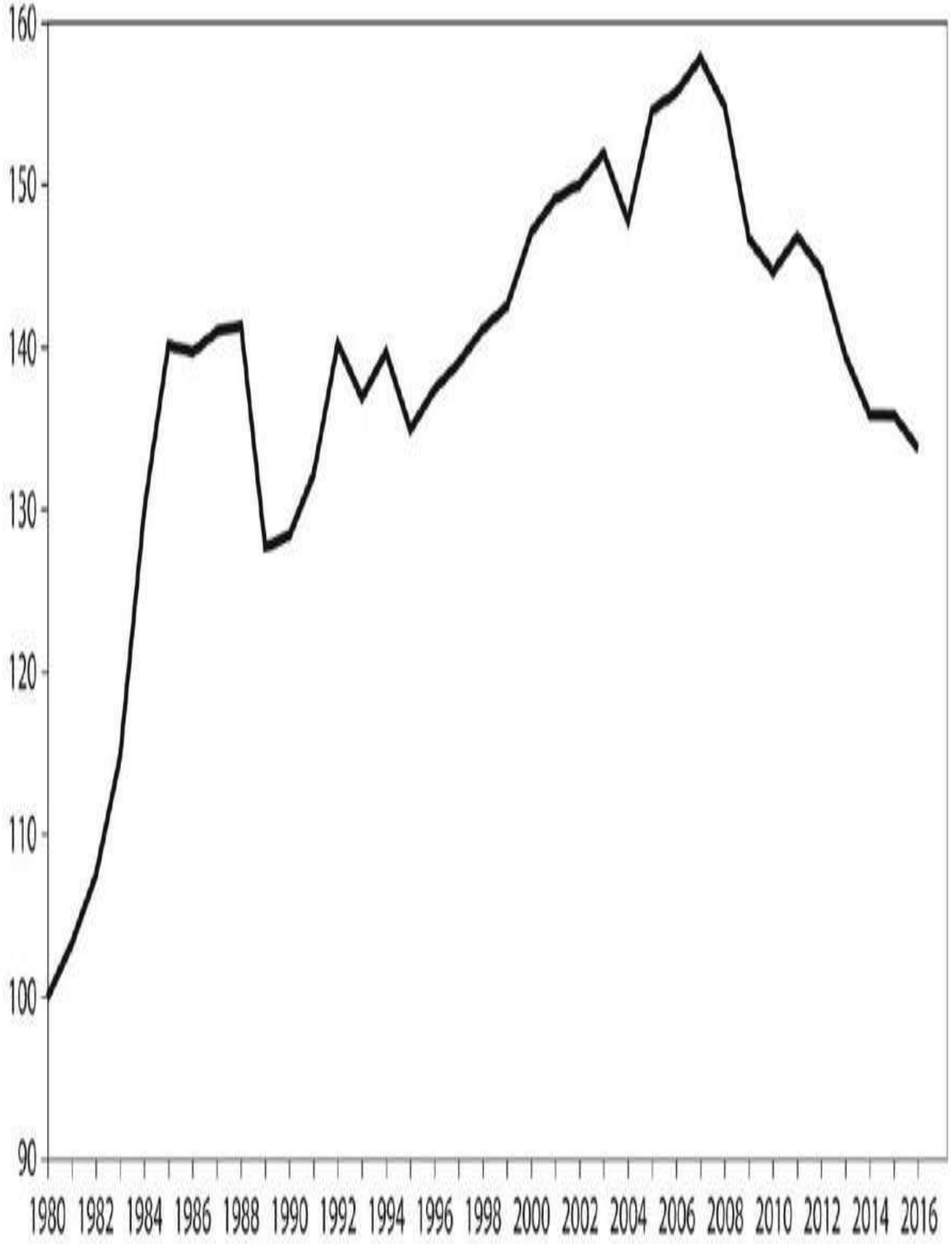
160
150
140
130
120
110
100
90
1980 1982 1984 1986 1988 1990 1992 1994 1996 1998 2000 2002 2004 2006 2008 2010 2012 2014 2016

Figura 4.4. China necesita más crecimiento de la productividad (estimación de la productividad subyacente, 1980 = 100). Fuente: Harry X. Wu.

Desgraciadamente para China, el sistema financiero seguía estando diseñado para expandir la inversión doméstica tan rápidamente como fuese posible, con independencia de si el proyecto individual en concreto era económicamente justificable o no. Los costes de invertir en infraestructuras o en capacidad industrial estaban tan fuertemente subsidiados por transferencias ocultas y explícitas de las familias que no había mecanismos para constreñir, o incluso identificar, el gasto despilfarrador. Cualquier ciudadano chino que pudiese plausiblemente afirmar que estaba satisfecho con los objetivos de desarrollo del Gobierno central podría acceder al crédito barato. A medida que continuaban pidiendo prestado y construyendo, estos intereses creados se hicieron cada vez más poderosos políticamente y cada vez más decididos a mantener su acceso a préstamos a bajo coste para financiar más crecimiento. La política china distorsionó su economía, que, a su vez, ha distorsionado su política aún más.

Revertir estos desequilibrios será complicado. Habría sido mejor para China haber revisado su modelo de crecimiento impulsado por la inversión en cuanto empezó a quedar claro que la economía estaba sufriendo una mala asignación de las inversiones, pero, si lo hubiera hecho, habría sido un caso único en la historia. En lugar de ello, lo que normalmente pasa es que los intereses creados que se han beneficiado del modelo de crecimiento posponen cualquier ajuste significativo, y esto es precisamente lo que ha ocurrido en China. Y, como en cada precedente histórico, el ajuste necesario fue pospuesto el tiempo suficiente como para que la deuda se convirtiese en un problema serio. China no ha sido una excepción. El primer ministro Wen Jiabao admitió a comienzos de 2007 que era el momento de cambiar y reequilibrar la demanda, pero, aun así, las cosas siguieron empeorando hasta 2011-2012.

No obstante, más recientemente, el Gobierno central chino ha comenzado a enfrentarse a estos problemas. Hasta ahora, se ha centrado en reducir la inversión lo más rápidamente posible constriñendo el crecimiento del crédito. El indicador preferido del BPC se denomina «financiación agregada de la economía real». Durante los años del boom, el crédito estaba creciendo bastante más del 20 por

ciento anualmente. En 2016, creció un 15 por ciento. En 2018, el crédito creció menos de un 10 por ciento. Igualmente, la tasa de crecimiento de la inversión de activos fijos se ha ralentizado desde aproximadamente un 26 por ciento anual en 2005-2011 a un 10 por ciento en 2015 y solo un 6 por ciento en 2018.[149]

Este es un proceso global, pero el crecimiento de la deuda china continúa excediendo el crecimiento de la capacidad china de endeudamiento. Incluso ahora, el Gobierno está construyendo elaboradas estaciones de metro en pantanos desolados para sostener el gasto doméstico en lugar de realizar cambios de políticas para aumentar la renta de las familias y crear mejores incentivos para las pequeñas empresas. Esto plantea un desafío al resto del mundo.[150]

¿Volverán a sacudir al mundo los desequilibrios de China?

Oficialmente, el superávit anual chino por cuenta corriente alcanzó su pico en alrededor de 420.000 millones de dólares en 2008 y desde entonces se ha contraído hasta alcanzar una tasa anual de alrededor de 190.000 millones de dólares en la primera mitad de 2019. Tanto en términos absolutos como relativos a la economía china, parecería, por tanto, como si uno de los principales desequilibrios de ese país hubiese sido solucionado. Pero un examen más detenido sugiere que el reequilibrio externo de China es frágil y proclive a ser revertido. Las transferencias persistentes por parte de trabajadores y jubilados continúan deprimiendo el consumo. Si el gasto en inversión se ralentiza sin compensar el incremento del gasto de las familias, el superávit de China se ampliará una vez más —en detrimento del resto del mundo—.

Lo primero que hay que señalar es que el superávit comercial de China en bienes manufacturados ya es mucho mayor que en 2008, tanto en términos absolutos como en relación con la producción económica del resto del mundo. En otras palabras, el exceso de producción china solo empeoró y la carga impuesta a los socios comerciales de China para absorber ese excedente se hizo mayor. Desde esta perspectiva, no ha habido reequilibrio.

Sorprendentemente, esto se ha producido incluso aunque las exportaciones industriales de China sean cada vez menos importantes para la economía china. En 2007-2008, las exportaciones chinas de bienes industriales suponían

alrededor del 30 por ciento del PIB, mientras que ahora eran solo del 18 por ciento. Parte de la explicación es que el porcentaje chino de la producción global continúa aumentando, por lo que cualquier cambio en el comercio o la balanza por cuenta corriente de China es muy diferente dependiendo de si la perspectiva es la economía doméstica de China o del resto del mundo.

Sin embargo, es más importante lo que ha pasado con el gasto chino en importaciones de bienes manufacturados. Como todos los países, China importa manufacturas por dos razones: para usarlas como componentes de bienes terminados que finalmente serán exportados a otros países y para satisfacer las necesidades domésticas de inversión y consumo. Ambos tipos de importaciones se han reducido en importancia, con el resultado de que las importaciones totales de manufacturas han pasado del 23 por ciento del PIB chino en 2004 a menos del 10 por ciento en la actualidad. Esto ayuda a explicar por qué el superávit comercial global de China parece no haber sido afectado por los aranceles estadounidenses a la altura de mediados de 2019.[151]

Parte de la explicación es que las empresas chinas ya no necesitan importar tantos componentes para exportar productos terminados —los suministradores domésticos son cada vez más aptos—. A comienzos de la década de 2000, dos terceras partes del valor de las exportaciones chinas de bienes manufacturados avanzados venían del exterior, pero hoy la mayor parte proviene del trabajo y del capital chinos. Las historias sobre trabajadores chinos con bajos salarios montando componentes avanzados fabricados en otros lugares son, en el mejor de los casos, poco representativas de la situación. Al mismo tiempo, la capacidad doméstica de China puede satisfacer mucho mejor las necesidades domésticas de China: las importaciones de bienes industriales terminados han caído del 9 por ciento del PIB chino en 2004 a menos del 5 por ciento en la actualidad. La agenda «Fabricado en China 2025» tiene como objetivo explícito el acelerar este proceso de sustitución de importaciones.

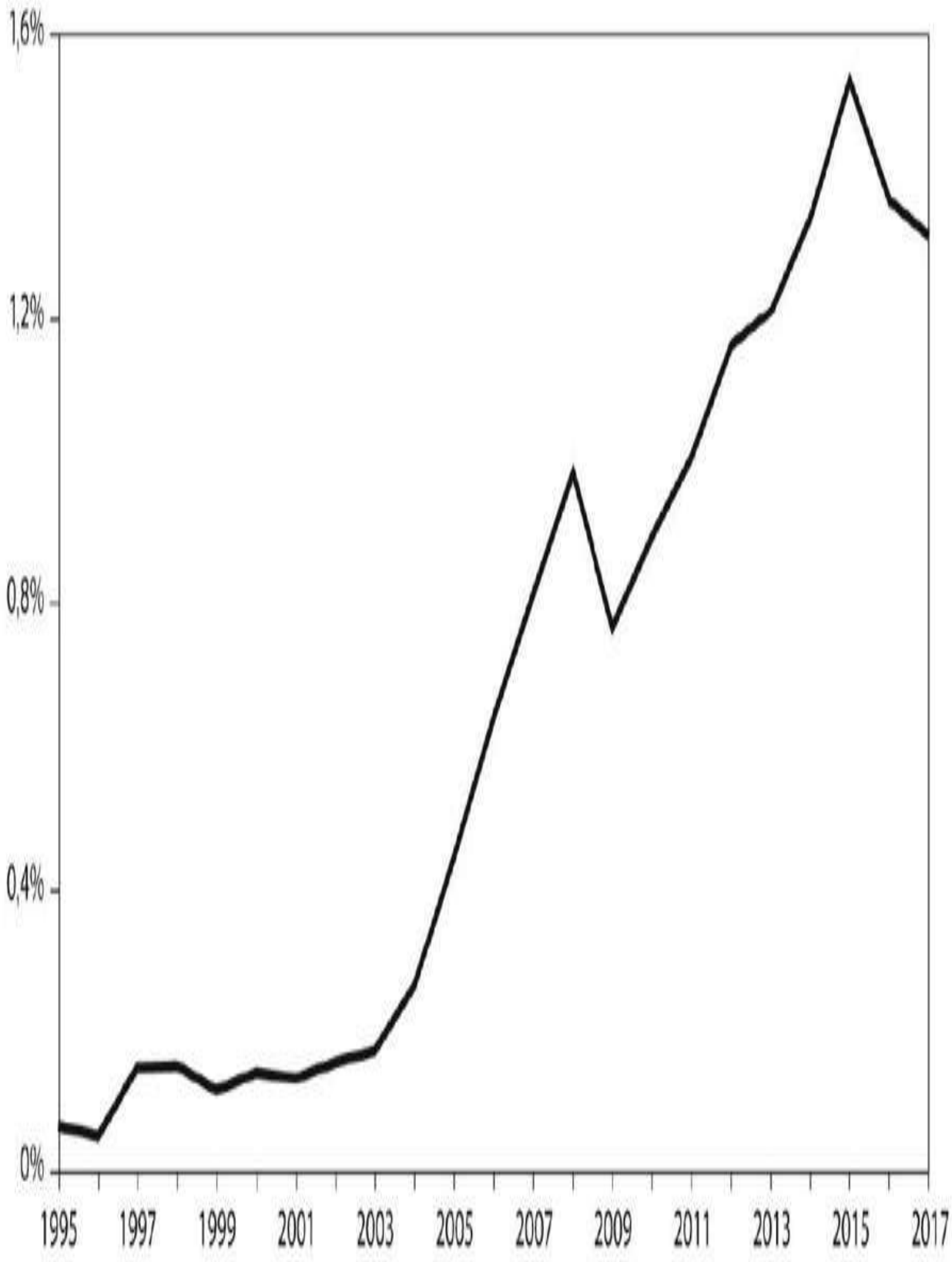
1,6%
1,2%
0,8%
0,4%
0%
1995
1997
1999
2001
2003
2005
2007
2009
2011
2013
2015
2017

Figura 4.5. El excedente de China (superávit comercial de China en bienes industriales en relación con el PIB del resto del mundo). Fuentes: Fondo Monetario Internacional; Aduanas de China; Brad W. Setser.

La sustitución de importaciones ha tenido éxito gracias en parte a las políticas del Gobierno chino que han fomentado sistemáticamente que las empresas chinas sustituyan la producción extranjera por la producción doméstica, incluso aunque esto haya aumentado los costes para los consumidores chinos. Desde que se unió a la Organización Mundial del Comercio, en 2001, China ha cumplido escrupulosamente con sus compromisos y se ha atenido a las decisiones de sus jueces. Y, no obstante, la economía china podría ser fundamentalmente incompatible con el espíritu de cualquier sistema comercial basado en reglas porque el partido-Estado chino tiene un poder enorme para decirles a las empresas qué es lo que tienen que hacer. Hay células del Partido Comunista Chino en la mayoría de las empresas chinas, incluso en las subsidiarias de empresas no chinas. Los ejecutivos de muchas grandes empresas, incluso aquellas que no pertenecen directamente al Gobierno, son miembros del partido, lo que los hace elegibles para promociones y favores… y vulnerables a la disciplina del partido.

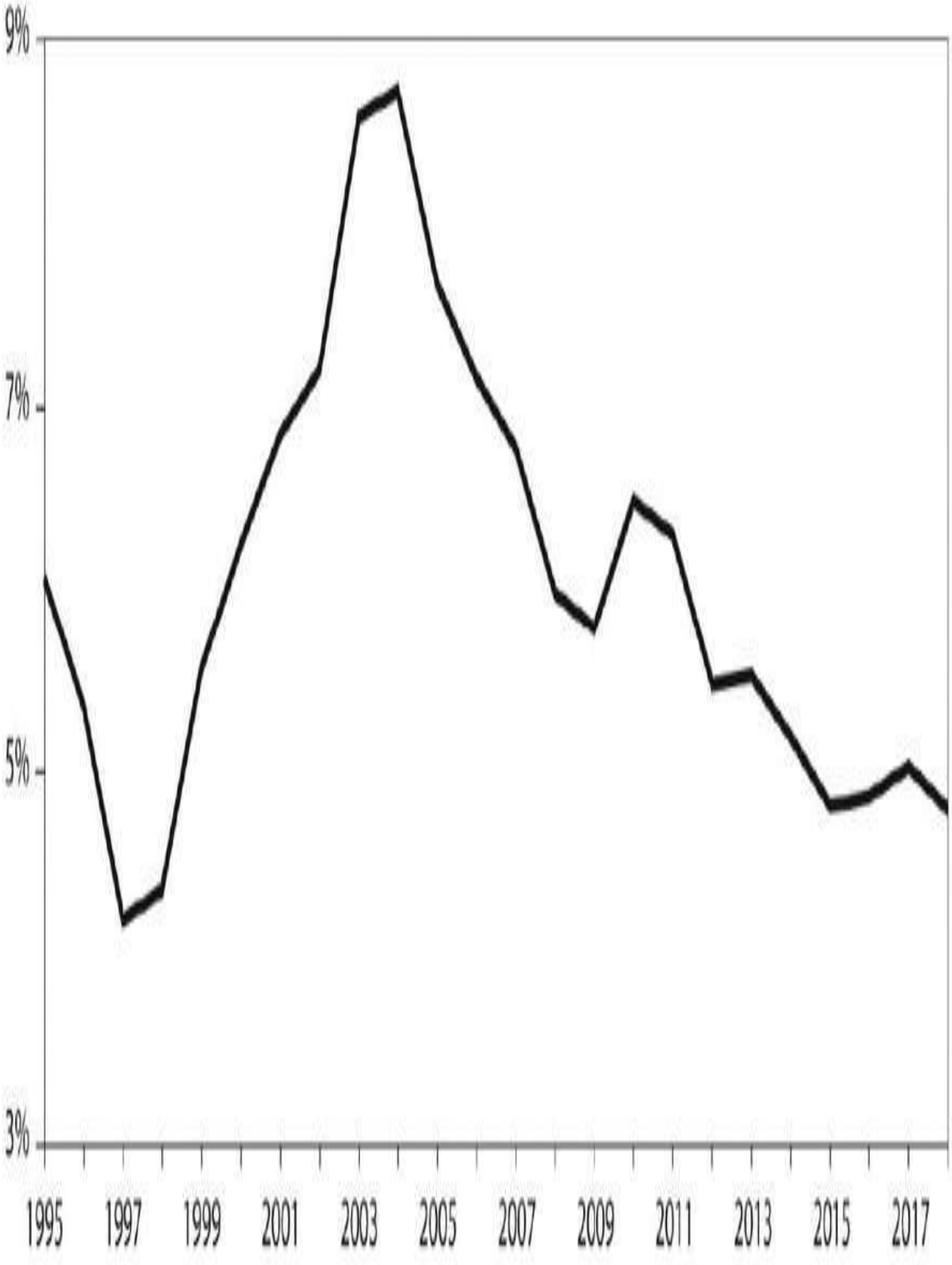
9%
7%
5%
3%
1995
1997
1999
2001
2003
2005
2007
2009
2011
2013
2015
2017

Figura 4.6. China ha adoptado una estrategia de sustitución de importaciones (gasto chino en importaciones industriales para usos domésticos en relación con el PIB). Fuentes: Fondo Monetario Internacional; Aduanas de China; Brad W. Setser.

Incluso aquellos que no son miembros del partido a menudo intentan adaptarse a las prioridades de Pekín. Los juristas Curtis J. Milhaupt y Wenton Zheng «identificaron a noventa y cinco de las cien principales empresas privadas y a ocho de las diez principales empresas de internet cuyo fundador o controlador de facto es actual o anteriormente un miembro de organizaciones centrales o locales del partido-Estado, como los Congresos del Pueblo y las Conferencias Consultivas Políticas del Pueblo». Los reguladores pueden entrevistar a los ejecutivos sobre cualquier cuestión que les interese, y lo hacen. El sistema financiero chino está dominado por entidades de propiedad estatal, lo que le da al partido la capacidad de ayudar a empresas a que promuevan sus objetivos y castigar a las que no lo hagan. Milhaupt y Zheng señalan que las empresas privadas tienen «escasa autonomía con respecto a las intervenciones discrecionales del Estado en cuestiones empresariales» porque «el Estado ejerce unos derechos de control significativos extralegales sobre las empresas privadas».[152]

En este sistema, no hay mucha necesidad de aranceles para dirigir la demanda doméstica hacia la producción doméstica. Se puede decir simplemente a los ejecutivos que escojan suministradores chinos frente a los extranjeros. Estas herramientas han permitido al Gobierno chino seguir una versión modernizada del Sistema Nacional de Friedrich List, adaptado a una época en la que las políticas arancelarias explícitas se consideran pasadas de moda. El resultado es que, a diferencia de la mayoría de los otros países, las importaciones se han vuelto cada vez menos importantes para la economía china desde mediados de la década de 2000.

Los datos chinos de comercio industrial son fáciles de comparar con las cifras publicadas por otros países referidas a una actividad económica real. No se puede decir lo mismo del superávit global por cuenta corriente de China. China informó de que las importaciones de servicios de viajes se dispararon desde

102.000 millones de dólares a 277.000 millones en 2018, al mismo tiempo que informaba de que las exportaciones de servicios de viajes al resto del mundo se habían estancado. Aunque muchos más estudiantes y turistas chinos viajan y gastan su dinero fuera que hace unos años, el incremento no es tan grande como sugiere el cambio en las cifras oficiales. Un análisis de 2019 por parte de economistas de la Reserva Federal de Nueva York concluyó que los datos de la balanza de pagos china sobreestimaban el verdadero déficit comercial en servicios de viaje en «alrededor de 85.000 millones de dólares en 2018».

La explicación más probable es que gran parte de lo que se cuenta como viaje es realmente una forma de fuga de capital. Visitar Estados Unidos para contratar un seguro de vida o comprar una vivienda —o cambiar joyas de lujo por dólares— no es económicamente equivalente a irse de vacaciones y traer algunos suvenires. Resulta revelador que el repentino incremento del gasto en turismo se produjese poco después del comienzo de la campaña anticorrupción de Xi Jinping. También está correlacionado con otros indicadores de la fuga de capitales chinos, especialmente la discrepancia estadística entre la cuenta corriente y la cuenta financiera, conocida como «errores y omisiones netos». El valor anual de estos flujos hacia el exterior alcanzó un máximo de 700.000 millones de dólares en 2015-2016.[153]

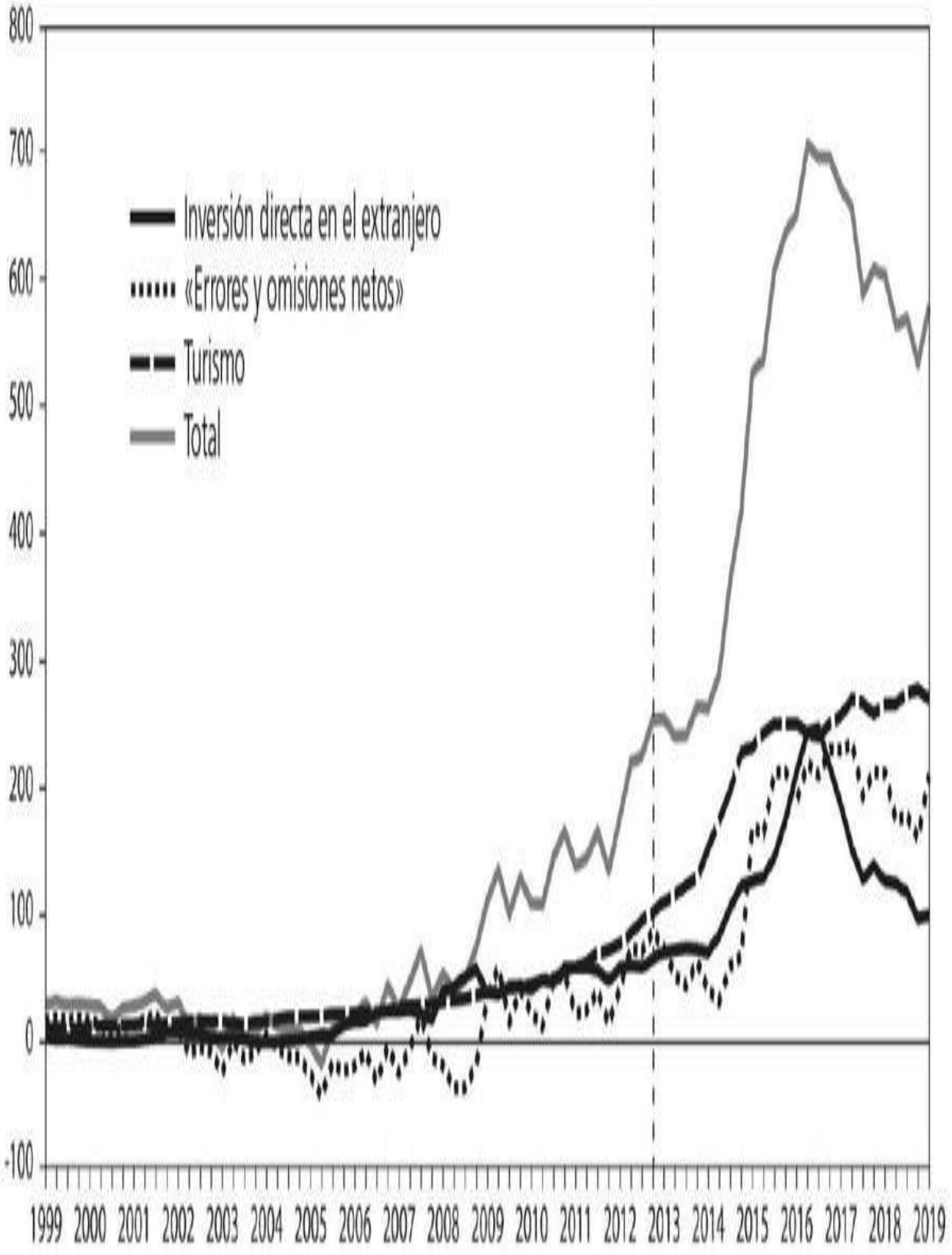
800
700
600
500
400
300
200
100
0
-100
Inversión directa en el extranjero
«Errores y omisiones netos»
Turismo
Total
1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019

Figura 4.7. La gran evasión (dinero que se va de China, miles de millones de dólares estadounidenses al año). Fuentes: Administración Estatal de Divisas; cálculos de Matthew Klein.

El Gobierno chino acomodó estos flujos hacia el exterior con una mezcla de depreciación monetaria, venta de reservas extranjeras y cambios en su marco de política monetaria doméstica. Estas medidas, no obstante, demostrarían al final ser insuficientes, que es la razón por la cual los controles sobre el capital dirigido al exterior fueron progresivamente endurecidos en 2016-2017. Muchos de los ejecutivos chinos que habían demostrado un apetito especialmente grande por usar sus compañías para pedir prestado en el mercado doméstico para comprar activos extranjeros han sido detenidos desde entonces, mientras que otros han muerto en extrañas circunstancias.[154]

Estos datos sugieren que el reequilibrio externo de China no es totalmente lo que parece. Aun siendo así, los chinos realmente están gastando más en importaciones de mercancías —particularmente semillas de soja, productos lácteos y carne— y realmente están gastando más en viajes al extranjero y educación. Eso es bueno para China y bueno para el mundo. No obstante, el progreso alcanzado por China es frágil, debido a su legado de excesiva deuda y sobreinversión. Aunque el endurecimiento del crédito es necesario para el reequilibrio interno de China, el peligro es que esto termine estrangulando la inversión antes de que unas reformas complementarias hayan logrado aumentar los ingresos de las familias e impulsado el consumo doméstico. El efecto neto sería deprimir la demanda doméstica.

Esto, a su vez, plantearía dos opciones. En primer lugar, la producción doméstica caería para igualar la caída de la demanda doméstica. La renta agregada caería, probablemente a través de una combinación de recorte de los salarios reales y un desempleo mucho más alto. El sistema político chino podría no sobrevivir a ese tipo de trastorno social, e incluso si lo hiciese, el Gobierno no tiene interés en arriesgarse a descubrirlo. El resultado más probable es, por tanto, que la producción doméstica caiga más que la demanda doméstica, lo que necesariamente significará que el superávit comercial de China se agrande debido a un descenso de las importaciones en relación con las exportaciones. El

Gobierno chino podría decidir depreciar el yuan, por ejemplo, o encontrar otra forma de trasladar la carga del ajuste al resto del mundo. Con independencia del mecanismo específico, el atasco global generado por el exceso de producción empeoraría. Desde este punto de vista, la agenda «Fabricado en China» podría entenderse como una medida preventiva para limitar las importaciones en preparación para el declive venidero de la inversión doméstica.

Igualmente, el compromiso del Gobierno chino con la iniciativa de la Nueva Ruta de la Seda (BRI)[155] puede entenderse como una forma de gestionar los compromisos necesarios para lograr el reequilibrio interno, más que como parte de un plan estratégico para conseguir territorios o bases militares. Recuérdese que antes de 2008, el Gobierno chino se ocupaba de la sobrecapacidad exportando poder de compra y bienes a estadounidenses y europeos. China evitó aumentar el endeudamiento doméstico acumulando billones de dólares de activos financieros estadounidenses y europeos y financiando una creciente deuda en el resto del mundo. No obstante, eso se volvió insostenible una vez que los prestatarios estadounidenses y europeos alcanzaron el límite de su capacidad de endeudamiento. El Gobierno chino se adaptó fomentando una inversión doméstica adicional incluso a costa de un aumento de la deuda doméstica. Como hemos visto, esto también demostró ser insostenible, siendo esta la razón por la cual el Gobierno chino ha cambiado de nuevo de política. A lo largo de los últimos años, la prioridad, con algunas excepciones, ha sido constreñir el crecimiento del crédito doméstico y limitar la inversión doméstica.

La expectativa real con respecto a la Nueva Ruta de la Seda es, por tanto, que cree nueva demanda para las exportaciones chinas de bienes manufacturados y servicios de construcción en el sudeste y el sur de Asia, África, Oriente Medio, el este de Europa y Latinoamérica. Los bancos chinos prestarán a Gobiernos extranjeros y estos contratarán a compañías chinas para que construyan puertos, ferrocarriles, redes eléctricas, plantas de carbón, telecomunicaciones, y así sucesivamente. Hasta el momento, la Nueva Ruta de la Seda ha tenido éxito en generar demanda para las compañías chinas y los trabajadores chinos fuera de China. Pero todo esto ha sido a costa de exportar todos los problemas del modelo doméstico de desarrollo chino a gran parte del resto del mundo. Los prestamistas chinos tienen pocos incentivos para ser muy diligentes, lo que ha llevado a toda una serie de malas deudas por parte de los Gobiernos receptores. Una falta de sensibilidad política y cultural ha generado fricciones entre compañías chinas y países receptores. Incluso aunque estos problemas puedan ser superados, el mercado total de los países de la Nueva Ruta de la Seda es mucho menor que el

de Norteamérica y Europa. Es, por tanto, difícil imaginar que China pueda sustituir la pérdida de sus tradicionales mercados de exportación por los de la Nueva Ruta de la Seda.[156]

Todo esto tiene implicaciones para los efectos posibles de la actual guerra comercial sobre la economía china. El crecimiento oficial del PIB chino —que mide la actividad económica, aumente esta o no la riqueza— no se verá afectado por la guerra comercial, por severa que sea, en tanto China tenga capacidad de generar deuda y el Gobierno esté dispuesto a usarla. Perder el acceso a los mercados de exportación, sin embargo, afectará a la sostenibilidad de la economía china, porque el Gobierno responderá probablemente favoreciendo deuda adicional para financiar una inversión crecientemente improductiva o, posiblemente, deuda de las familias. Esto hace que la economía china sea más vulnerable a una guerra comercial de lo que parecería por su aparentemente baja dependencia de las exportaciones. Hasta ahora, China ha respondido a los aranceles estadounidenses acelerando su sustitución de importaciones, depreciando el yuan y (modestamente) acelerando el crecimiento del crédito doméstico, incluyendo la deuda de las familias.[157]

El cuarto estadio: el espíritu del 78

Al final, Pekín debe escoger entre tres opciones difíciles: un aumento de la deuda, un aumento del desempleo y una transferencia de riqueza de las élites a las familias corrientes. Para complicar aún más las cosas, tendrá que gestionar estas opciones en un momento en el que su superávit comercial está bajo presión, lo que pone a su vez más presión o bien sobre la deuda o bien sobre el desempleo. No importa lo que ocurra fuera de China, el Gobierno puede continuar sosteniendo el crecimiento en tanto los bancos chinos puedan continuar financiando inversiones adicionales. No obstante, hay un punto a partir del cual China ya no será capaz de cambiar un creciente endeudamiento doméstico por un menor desempleo. El destacado incremento de los flujos financieros privados hacia el exterior a partir de 2013 es una advertencia. Sea o no a través de un proceso deliberado gestionado por el Gobierno, el crecimiento del crédito chino y, con él, el crecimiento de la inversión continuarán ralentizándose.

Las consecuencias ya se han dejado sentir en algunas de las provincias chinas. Los economistas Wei Chen, Xilu Chen, Chang Tai-Hsieh y Zheng Song descubrieron en 2019 que los funcionarios de todo el país, particularmente en Liaoning, Mongolia Interior y Tianjin, habían sobreestimado sistemáticamente la cantidad de inversión de capital que se había producido dentro de sus fronteras desde 2008. En lugar de usar el crédito barato para impulsar el gasto, que habría sido la práctica normal, prefirieron mentir sobre las cifras. Los autores señalaron que los «líderes locales en estas tres provincias fueron recientemente detenidos por corrupción, y una de las acusaciones oficiales era que estos líderes habían sobreestimado el PIB local». La implicación positiva es que la economía china podría haberse reequilibrado hacia el consumo más de lo que dicen los datos oficiales. La mala noticia es que las deudas de China están probablemente más cerca del 300 por ciento de la renta nacional que del oficial 250 por ciento, lo que significa que la calidad de las inversiones pasadas debe de haber sido aún peor de lo que se creía. Eso, a su vez, significa que es probable que China esté aún más cerca de alcanzar el límite de su capacidad de endeudamiento.[158]

El desafío para el Gobierno chino es asegurarse de que este resultado inevitable no lleva al colapso del PIB y a un aumento del desempleo. La única solución sostenible es reducir la dependencia de la economía del gasto en inversión aumentando el consumo doméstico. Eso significa alterar radicalmente la distribución de la riqueza y de la renta de manera que las familias chinas puedan permitirse lo que producen. Lo que se les arrebató a los trabajadores y pensionistas chinos les debe ser devuelto. China debe implementar una segunda ronda de reformas liberalizadoras en el espíritu de Deng Xiaoping.

No obstante, hay al menos una gran diferencia entre las reformas de la década de 1980 y las que se necesitan hoy. Aunque ambos conjuntos de reformas deberían llevar a una mejora inmediata del crecimiento de la productividad real, es poco probable que el ajuste de China resulte en unas tasas de crecimiento espectacularmente grandes como las que consiguieron las reformas de Deng casi de inmediato. La razón tiene que ver, quizá de manera no muy sorprendente, con la deuda. Cuando Deng comenzó sus reformas, los niveles de deuda chinos eran bajos, a diferencia de la actualidad. A medida que eliminaba las constricciones institucionales y los incentivos distorsionados que atenazaban la actividad productiva china, el resultante incremento de la productividad se reflejó inmediatamente en un mayor crecimiento.

Pero unos niveles altos de endeudamiento cambian el impacto de un

comportamiento más productivo de tres formas importantes:

Primero, unos altos niveles de deuda crean incertidumbre acerca de cómo serán distribuidos los costes de impagos y devoluciones. Aunque esto es bien conocido en el campo de las finanzas corporativas, no es parte de la macroeconomía tradicional. Lo importante es que todos los agentes económicos cambian su comportamiento para evitar asumir los costes de la mala deuda, y estos cambios en el comportamiento socavan el crecimiento. Los ricos intentan llevarse su dinero fuera del país, los empresarios recortan la inversión, los trabajadores se vuelven menos cooperativos, los ahorradores de clase media sacan su dinero del sistema bancario para comprar activos duros, y así sucesivamente. Los niveles de deuda chinos son lo suficientemente altos para que muchos de estos perturbadores procesos financieros ya hayan empezado. Hasta que la deuda sea reestructurada, las reformas dirigidas a desatar la productividad resultarán en menos creación de riqueza de lo que sería posible de otra manera.

En el pasado, los Gobiernos provinciales chinos alcanzaban sus objetivos de PIB pidiendo prestado en exceso respecto de la capacidad real de crecimiento de la economía. Sin posibilidad de pedir prestado tan barato, el PIB habría crecido mucho más lentamente. Esto significa que las tasas de crecimiento se ralentizarán significativamente una vez que los niveles de deuda se estabilicen. Más aún, los niveles de deuda de China ya son tan altos para que la prioridad deba ser reducir la deuda, más que estabilizarla. Excepto en una economía en la cual todos los recursos, incluyendo el trabajo, son empleados completa y productivamente, los incrementos o las disminuciones de la deuda se reflejan en cambios en la tasa de crecimiento. Lo que había sido un impulso al crecimiento debe moverse ahora en sentido contrario, lo que significa que el PIB crecerá aún menos de lo que habría sido el caso.

Por último, debido a que el sistema bancario chino no ha reconocido las pérdidas económicas que ha generado su endeudamiento, el PIB de China ha sido sustancialmente sobreestimado por la cantidad de malas deudas. Las inversiones valen la pena solo si apoyan un consumo y una producción futuros capaces de

justificar los costes de la inversión. El corolario es que los préstamos usados para financiar la inversión son devueltos a una tasa de interés competitiva. Muchas inversiones en China no cumplen ese estándar. En lugar de incrementar el crecimiento a largo plazo, lo reducen, añadiendo malas deudas al sistema financiero que no pueden ser devueltas sin subsidios adicionales extraídos de trabajadores y jubilados. No obstante, los costes de estas malas deudas y malas inversiones serán finalmente amortizados a lo largo del periodo de ajuste, y necesariamente reducirán el futuro PIB oficial en la cantidad en que había sido sobreestimado el PIB pasado.

Hay un consenso bastante amplio acerca de qué reformas se necesitan, y, de hecho, al menos parte del programa fue elaborado por el Tercer Pleno del Partido Comunista Chino de octubre de 2013. China ha realizado progresos impresionantes en muchas áreas, incluyendo la liberalización de los tipos de interés, la protección medioambiental, la protección de la salud y la política del hijo único. El consumo de las familias ha empezado incluso a aumentar en relación con la producción global, aunque sigue estando muy por debajo, como porcentaje de la producción económica china, de donde estaba en una fecha tan reciente como comienzos de los años 2000. El siguiente paso, que es de hecho el crucial, será transferir riqueza e ingresos sustanciales de las élites —especialmente, los Gobiernos provinciales y municipales de China y las entidades de propiedad estatal— a las familias. Esto significa reforma agraria, reforma del hukou, reforma fiscal, privatización, legalización de los sindicatos y otras medidas tales que los ingresos de las familias puedan seguir creciendo rápidamente, aunque el crecimiento del PIB se ralentice sustancialmente.[159]

La única predicción segura es que a lo largo de la próxima década los desequilibrios de China se habrán revertido, lo que significa que el crecimiento de la renta de las familias excederá sustancialmente el crecimiento del PIB. Pero hay muchas formas a través de las cuales se puede dar esto. Unas transferencias progresivas de riqueza harían posible mantener el rápido crecimiento de los niveles de vida chinos aunque el crecimiento de la inversión caiga a cero o, incluso, se vuelva negativo. La renta y el consumo de las familias podrían crecer a un vibrante 5-6 por ciento anual mientras que el crecimiento medio del PIB se ralentizaría al 3-4 por ciento.

Si, no obstante, la oposición a las transferencias fuerza al Gobierno a usar el

crecimiento como un sustituto de las reformas, el riesgo es que China alcance su límite de deuda. En ese escenario, el crecimiento se ralentizaría mucho más dramáticamente y la economía podría incluso entrar en recesión. China podría, a pesar de todo, reequilibrarse porque la caída en los ingresos de las familias sería mucho menor que la caída del PIB. Durante el reequilibrio de Estados Unidos entre 1929 y 1933, la producción total cayó alrededor de un 26 por ciento y el consumo de las familias cayó en torno a un 18 por ciento. El modelo que podría resultar relativamente mejor para China sería el de Japón a partir de 1990. Ahí, la deuda del Gobierno se disparó mientras que el crecimiento del PIB cayó casi a cero, pero el consumo de las familias creció a un ritmo sólido, apenas por debajo del 2 por ciento, gracias a un declive paulatino de su tasa de ahorro.[160]

La cuestión es que, de una manera u otra, China reequilibrará su economía —todos los desequilibrios se revierten al final—, pero el ritmo específico en que lo haga dependerá de cómo interactúe el sistema político dentro de varias constricciones rivales. A medida que la economía de China continúa ralentizándose, el Gobierno central en Pekín forjará necesariamente una nueva relación con los distintos grupos de la élite china. Se crearán nuevas instituciones que determinarán la naturaleza del crecimiento económico chino en lo que queda de siglo. La forma que adoptarán esas nuevas relaciones e instituciones es pura conjetura. El mejor resultado sería que los ingresos pasasen de la élite a las familias corrientes: es este un reequilibrio que debería en principio reducir la necesidad de China de imponer su deficiente demanda doméstica al resto del mundo.

No obstante, una cosa está clara. El periodo de ajuste que ha seguido a todo milagro económico siempre ha desbaratado las expectativas, especialmente las más obvias y aceptadas, y siempre ha sido más difícil económicamente de lo que hubiesen temido los más pesimistas. Es seguro asumir que volverá a pasar.

■

[133] Consulado General de la República Popular China en San Francisco, «Premier Wen Jiabao’s Press Conference», 17 de marzo de 2007, http://www.chinaconsulatesf.org/eng/xw/t304313.htm.

[134] Basado en datos de la Oficina Nacional de Estadísticas de China, «Annual Data», http://data.stats.gov.cn/english/easyquery.htm?cn=C01; China,

Administración Estatal de Divisas, «Balance of Payments», https://www.safe.gov.cn/en/BalanceofPayments/index.html; y BPI, «Credit to the Non-financial Sector», https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm.

[135] An Baije, «Reform Drive Will Smash Fences of Vested Interests, Li Pledges», China Daily, 13 de marzo de 2014.

[136] División Demográfica de las Naciones Unidas, «World Population Prospects 2019», https://population.un.org/wpp/Download/Standard/Population/.

[137] GGDC, base de datos del Maddison Project 2018, https://www.rug.nl/ggdc/historicaldevelopment/maddison/releases/maddison-project-database-2018; FMI, «World Economic Outlook Databases», abril de 2019, https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/01/weodata/index.aspx.

[138] Barry Naughton, The Chinese Economy: Transitions and Growth, Cambridge (Mass.): MIT University Press, 2007; Barry Naughton, «China: Economic Transformation before and after 1989», artículo preparado para la conferencia «1989: Twenty Years After», UC Irvine, 6-7 de noviembre de 2009.

[139] Alexander Gerschenkron, Economic Backwardness in Historical Perspective, Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 1962.

[140] Datos Económicos de la Reserva Federal (FRED), «China/U.S. Foreign Exchange Rate», FRB, https:/fred.stlouisfed.org/series/DEXCHUS; Oficina Nacional de Estadísticas de China, «Annual Data»; FMI, «World Economic Outlook Databases», 19 de abril, https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/01/weodata/weorept.aspx?pr.x=47&pr.y=3&sy=1997&ey=2018&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=1&c=

[141] China, Administración Estatal de Divisas, «The Time-Series Data of Balance of Payments of China», https://www.safe.gov.cn/en/BalanceofPayments/index.html; BIS, «Effective Exchange Rate Indices», https://www.bis.org/statistics/eer.htm.

[142] Oficina Nacional de Estadísticas de China, «Annual Data».

[143] Michael Pettis, Avoiding the Fall: China’s Economic Restructuring, Washington D. C.: Carnegie Endowment for International Peace, 2013.

[144] Qin Hui, «Dilemmas of Twenty-First Century Globalization: Explanations and Solutions, with a Critique to Thomas Piketty's Twenty-First Century Capitalism», traducción de David Ownby, publicado originalmente en chino en 2015, https://www.readingthechinadream.com/qin-hui-dilemmas.html; Yuan Yang, «Foxconn Stops Illegal Overtime by School-Age Interns», Financial Times, 22 de noviembre de 2017; Javier C. Hernández, «China's Leaders Confront an Unlikely Foe: Ardent Young Communists», The New York Times, 28 de septiembre de 2018; Rossalyn A. Warren, «You Buy a Purse at Walmart. There's a Note Inside from a 'Chinese Prisoner'. Now What?», Vox, 10 de octubre de 2018, https://www.vox.com/the-goods/2018/10/10/17953106/walmart-prison-note-china-factory; Emily Feng, «Forced Labour Being Used in China's 'Re-Education' Camps», Financial Times, 15 de diciembre de 2018.

[145] FMI, Departamento de Asuntos Fiscales, «People's Republic of China: Tax Policy and Employment Creation», 28 de marzo de 2018, https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/03/28/Peoples-Republic-of-China-Tax-Policy-and-Employment-Creation-45765; Philippe Wingender, «Intergovernmental Fiscal Reform in China», FMI Working Papers, 13 de abril de 2018; Sonali Jain-Chandra et al., «Inequality in China —Trends, Drivers and Policy Remedies», FMI Working Papers, 5 de junio de 2018; Oficina Nacional de Estadísticas de China, «Annual Data».

[146] GGDC, base de datos del Proyecto Maddison 2018; Qu Hongbin y Sun Junwei, «China Inside Out: What Over-Investment?», HSBC Global Research, 14 de febrero de 2012, https://www.research.hsbc.com/midas/Res/RDV?p=pdf&key=1xZsmfl7Yi&n=320939.PDF.

[147] Wei Fan y Michelle J. White, «Personal Bankruptcy and the Level of Entrepreneurial Activity», Journal of Law and Economics 46, n.º 2 (octubre de 2003), pp. 543-567; John Armour y Douglas Cumming, «Bankruptcy and Entrepreneurship», American Law and Economics Review 10, n.º 2 (otoño de 2008), pp. 303-350; Christian Bjørnskov, «Social Trust and Economic Growth», documento de trabajo, enero de 2017.

[148] Harry X. Wu y David T. Liang, «China's Productivity Performance Revisited from the Perspective of ICTs», VoxEU, 9 de diciembre de 2017, https://voxeu.org/article/china-s-productivity-performance-revisited; y Harry X. Wu, «China's Forty Years of Productivity Performance: Towards a Theory-

Methodology-Measurement-Coherent Analysis», artículo no publicado, 6 de diciembre de 2018.

[149] Banco Popular de China, «Financiación agregada de la economía real (stock)», http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/resource/cms/2018/12/2018121716010887 Oficina Nacional de Estadística de China, «Inversión realmente realizada en activos fijos, tasa de crecimiento acumulada», http://data.stats.gov.cn/english/easyquery.htm?cn=A01.

[150] Gabriel Wildau y Yizhen Jia, «China's Subway Building Binge Is Back on Track», Financial Times, 18 de diciembre de 2018.

[151] China, Administración Estatal de Divisas, «The Time-Series of the Balance of Payments of China»; Oficina Nacional de Estadística de China, «Annual Data»; Brad W. Setser, «President Xi, Still the Deglobalizer in Chief…», CFR (blog), 25 de junio de 2019, https://www.cfr.org/blog/president-xi-still-deglobalizer-chief.

[152] Mark Wu, «The 'China, Inc.' Challenge to Global Trade Governance», Harvard International Law Journal 57, n.º 2 (primavera de 2016), pp. 261-324; Curtis J. Milhaupt y Wenton Zheng, «Beyond Ownership: State Capitalism and the Chinese Firm», Georgetown Law Journal 103 (2015), p. 668; «The Communist Party's Influence Is Expanding —in China and Beyond», Bloomberg, 11 de marzo de 2018, https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-03-11/it-s-all-xi-all-the-time-in-china-as-party-influence-expands; Matthew C. Klein, «The People's Republic of Protectionism», Barron's, 4 de mayo de 2018; Brad W. Setser, «China Should Import More», CFR (blog), 7 de noviembre de 2018, https://www.cfr.org/blog/china-should-import-more.

[153] China, Administración Estatal de Divisas, «The Time-Series Data of Balance of Payments of China»; Anna Wong, «China's Current Account: External Rebalancing or Capital Flight?», International Finance Discussion Papers 1.208 (2017); Peter Lorentzen y Xi Lu, «Personal Ties, Meritocracy, and China's Anti-Corruption Campaign», documento de trabajo, 21 de noviembre de 2018; Matthew Higgins, Thomas Klitgaart y Anna Wong, «Does a Data Quirk Inflate China's Travel Services Deficit?», Liberty Street Economics, 7 de agosto de 2019, https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2019/08/does-a-data-

quirk-inflate-chinas-travel-services-deficit.html.

[154] Laurie Chen, Zhou Xin y Raphael Blet, «HNA Group Chairman Wang Jian Dies in 15-Metre Fall onto Rocks while Posing for a Photo in France», South China Morning Post, 4 de julio de 2018.

[155] Por sus siglas en inglés, Belt and Road Initiative. (N. del T.).

[156] Matt Ferchen y Anarkalee Perera, «Why Unsustainable Chinese Infraestructure Deals are a Two-Way Street», Carnagie-Tsinghua Center for Global Policy, 23 de julio de 2019, https://carnegietsinghua.org/2019/07/24/why-unsustainable-chineseinfraestructure-deals-are-two-way-street-pub-79548.

[157] Brad W. Setser, «The Continuing Chinese Drag on the Global Economy», 18 de julio de 2019, CFR (blog), https://www.cfr.org/blog/continuing-chinese-drag-global-economy; Banco Popular de China, «Aggregate Financing to the Real Economy (Stock)»; Matthew C. Klein, «China's Household Debt Problem», FT Alphaville, 6 de marzo de 2018, https://ftalphaville.ft.com/2018/03/06/2199125/chinas-household-debt-problem.

[158] Wei Chen et al., «A Forensic Examination of China's National Accounts», Brookings Papers on Economic Activity, marzo de 2019; Matthew C. Klein, «China's Slowdown Is Worse Than You Thought», Barron's, 15 de marzo de 2019.

[159] Xinhua, «Third Plenary Session of 18th CPC Central Committee», http://www.xinhuanet.com/english/special/cpcplenum2013/topnews.htm.

[160] BEA, «National Income and Product Accounts», tabla 1.1.3, https://apps.bea.gov/iTable/index_nipa.cfm; Matthew C. Klein, «Did Japan Actually Lose Any Decades?», FT Alphaville, 4 de diciembre de 2014, https://ftalphaville.ft.com/2014/12/04/2059371/did-japan-actually-lose-any-decades/.

05

La caída del Muro

y el schwarze Null

Entendiendo el superávit de Alemania

A más de seis mil kilómetros de distancia de la violenta reafirmación de su autoridad por parte del Partido Comunista Chino contra el movimiento prodemocracia en junio de 1989, una cadena de acontecimientos muy diferente se estaba produciendo en Europa Central y del Este. A finales de ese año, más de cien millones de personas habían sido liberadas de los regímenes comunistas y del control de la Unión Soviética. Su integración en la economía capitalista de Europa Occidental transformó la sociedad y la política alemanas —con profundas consecuencias para Europa, y, en última instancia, el mundo—.

Aunque muchas personas del antiguo bloque comunista se acabarían beneficiando de la convergencia con sus vecinos occidentales más ricos, el periodo posterior a la reunificación resultaría traumático para muchos alemanes al este y al oeste. La pobreza y la inseguridad aumentaron, especialmente para los alemanes con trabajo. Los trabajadores en la cúspide experimentaron rápidas ganancias al mismo tiempo que la mayoría del resto de los alemanes experimentaban profundos recortes salariales. Se trasladó renta nacional de los trabajadores a los propietarios del capital. Los recortes fiscales para aquellos con mayores salarios, la ausencia de un impuesto de sucesiones significativo y el debilitamiento de los beneficios sociales incrementaron el impacto. El efecto combinado fue un desplazamiento del poder de compra de Alemania hacia entidades —las familias ricas y los negocios que estas controlaban— que gastaban mucho menos de lo que ganaban. A pesar de seguir un camino

radicalmente distinto al de China, Alemania terminó en un lugar sorprendentemente similar. Las guerras de clase las ganaron los ricos a costa de todos los demás.

Al igual que China, Alemania fue, por tanto, incapaz de absorber todo lo que producía. Esto generó un excedente que tenía que ir a algún sitio. Antes de 2008, el exceso de ahorro de Alemania fue a prestatarios del resto de Europa, en su mayor parte en forma de préstamos de bancos alemanes a bancos de otros sitios. Al exportar sus ahorros excesivos a sus socios comerciales europeos, los alemanes ricos forzaron a los ciudadanos de España, Grecia, Italia y otros países a pedir prestado más de lo que podían razonablemente permitirse. El resultado fue malo tanto para los acreedores, que perdieron cientos de miles de millones de euros en malas deudas, como para los deudores, que desde entonces han sufrido unos niveles de desempleo sin precedentes en la moderna historia europea.

Los flujos netos de Alemania hacia el exterior han persistido desde 2008 porque las decisiones políticas han reforzado la debilidad del gasto doméstico. De todas ellas, la más importante ha sido la oposición fanática del Gobierno a la deuda pública, epitomizada por el Schuldenbremse, o freno del gasto. Una creciente rectitud fiscal ha compensado con creces el reequilibrio gradual de las desigualdades en el seno del sector privado alemán en los últimos años. Al mismo tiempo, el celo del Gobierno alemán en imponer su modelo económico a sus vecinos ha transformado el enorme excedente de Alemania en un excedente europeo aún mayor.

El final del comunismo en Europa

La revolución comenzó en Polonia. En 1980, los trabajadores del astillero de Gdansk formaron un sindicato independiente llamado Solidaridad. Como en el caso de China, el Gobierno comunista polaco consideraba que cualquier movimiento independiente de masas era una amenaza al monopolio de poder del partido, e impuso la ley marcial en 1981. A diferencia de China, la represión fracasó. Hacia 1988, las oleadas de huelgas y un creciente apoyo popular a Solidaridad forzaron al Gobierno polaco a negociar. El 5 de abril de 1989, los Acuerdos de la Mesa Redonda legalizaron los sindicatos independientes y

convocaron unas elecciones libres en las que Solidaridad competiría contra el Partido de los Trabajadores Unidos de Polonia (PZPR) y sus aliados.

En una de las grandes coincidencias de la historia, las primeras elecciones legislativas libres desde 1928 tuvieron lugar el 4 de junio de 1989: el mismo día que el Ejército chino suprimía el movimiento prodemocrático en la plaza de Tiananmén. Aunque el 65 por ciento de los escaños del Sejm (la cámara baja del Parlamento) había sido reservado a los gobernantes, Solidaridad dominó la votación, ganando todos los escaños menos uno en el recién formado Senado y todos y cada uno de ese 35 por ciento de escaños disputados para el Sejm. Para agosto, Solidaridad había convencido a algunos de los partidos satélites que anteriormente habían apoyado al PZPR para que cambiasen de bando, y juntos formaron el primer Gobierno democrático de Polonia bajo el primer ministro Tadeusz Mazowiecki. El nuevo régimen empezó inmediatamente a desmantelar las instituciones autoritarias del país y a reformar la economía bajo el eslogan «Terapia de choque».[161]

No obstante, sería Hungría la que acabaría decisivamente con el dominio comunista en Europa del Este. Comparado con el resto del bloque soviético, el Partido Comunista Húngaro era relativamente liberal, y había legalizado sindicatos independientes, una cierta actividad mercantil y los viajes a Occidente. No obstante, era víctima en la década de 1980 de las mismas fuerzas económicas que sus vecinos. El presupuesto del Gobierno estaba bajo una fuerte presión debido a los recortes de los subsidios provenientes de la Unión Soviética y al coste de devolver las deudas denominadas en dólares asumidas en la década de 1970, durante un periodo de extremada fortaleza del dólar.

Tanto por motivos ideológicos como de recorte de gastos, los húngaros decidieron dejar de controlar su frontera con Austria en 1988 (el sistema electrónico de señales requería componentes que tenían que ser importados de Occidente y las divisas eran escasas). Los alemanes orientales, que tenían libertad para viajar a otros países comunistas, pero no a Occidente, comenzaron a escapar a Austria a través de Hungría y de ahí, a Alemania Occidental. Después de desmantelar progresivamente la frontera, los húngaros anunciaron oficialmente el 10 de septiembre de 1989 que ya no detendrían y devolverían a alemanes orientales a la Stasi, el servicio de seguridad estatal de Alemania Oriental, lo que precipitó un éxodo. El Gobierno húngaro siguió estando controlado por los comunistas (rebautizados «socialistas») hasta mayo de 1990, pero abandonaron el poder pacíficamente tras perder unas elecciones

parlamentarias libres.[162]

La emigración en masa socavó rápidamente la dictadura de Alemania del Este. La primera respuesta del Gobierno a la apertura de la frontera húngara con Austria fue prohibir los viajes a Hungría, lo que llevó a protestas cada lunes que crecieron con el paso de las semanas. Más aún, la represión inicial fue incapaz de evitar que los alemanes del Este siguiesen escapando a Hungría vía Checoslovaquia. Así que el régimen decidió cerrar la frontera con su vecino y aliado en octubre de 1989. Erich Honecker, el veterano dictador de Alemania Oriental que había criticado a los soviéticos y a los húngaros por ser demasiado blandos, ordenó al Ejército y a la Stasi que aplastasen las protestas previstas para el 9 de octubre. En lugar de obedecer, se negaron a disparar y Honecker fue obligado a ceder su puesto en favor de un comunista menos sediento de sangre.

La expulsión de Honecker favoreció las protestas, que crecieron hasta alcanzar casi medio millón de personas a la vez. Hacia el 1 de noviembre, los alemanes orientales habían desmantelado sus controles fronterizos con Checoslovaquia, que en pocos días desmantelaría a su vez su frontera con Alemania Occidental. En ese momento, el Gobierno alemán oriental se dio cuenta de que no suponía mucha diferencia si los alemanes orientales viajaban directamente a Berlín Occidental. El anuncio del cambio de política el 9 de noviembre de 1989 llevó a cientos de miles de potenciales emigrantes a reunirse en el lado oriental del Muro de Berlín. Una vez más, los militares se negaron a disparar y el Muro fue atravesado. Para diciembre, el Partido Socialista Unificado de Alemania había empezado a negociar con la oposición y había abandonado oficialmente el marxismo-leninismo.

Las revoluciones de Europa Central y del Este tuvieron éxito en gran medida porque la Unión Soviética carecía de los recursos y de la voluntad de intervenir. A diferencia de 1956 (Hungría), 1968 (Checoslovaquia) y 1979 (Afganistán), los soviéticos no invadieron a sus satélites a finales de la década de 1980 para preservar sus regímenes títere. La reticencia soviética puede ser explicada en parte por el cambio en su situación financiera. A pesar de la Guerra Fría, la URSS dependía de importaciones de cereales de Europa y Estados Unidos. Pagaba esas importaciones con divisas obtenidas por sus exportaciones de energía y, en ocasiones, recurriendo a sus reservas de oro. En la década de 1960, el precio del petróleo y del gas creció más de un 50 por ciento en relación con el precio del trigo. En la de 1970, los precios de la energía se cuadruplicaron en relación con los precios del trigo. El creciente poder de compra internacional de

los soviéticos permitió sus agresiones, ayudó a compensar las debilidades internas del sistema comunista y fomentó que el Gobierno acumulase grandes deudas denominadas en dólares de bancos occidentales para pagar importaciones adicionales.

Sin embargo, entre 1980 y 1988, el precio del petróleo cayó en dos terceras partes en relación con el precio del trigo y del dólar. El precio del oro también se desplomó. Eso hizo que los soviéticos lo tuvieran muy difícil para mantener su posición militar frente a Occidente, pagar los costes crecientes de la guerra de Afganistán y pagar las deudas extranjeras contraídas en la década de 1970. Cualquier gasto adicional hubiera exigido una restricción brutal del gasto doméstico. Machacar el nivel de vida de los ciudadanos para sufragar el gasto militar era posible —Stalin lo había hecho, al fin y al cabo—, pero habría requerido una represión doméstica a una escala que Mijaíl Gorbachov, que había accedido al liderazgo del partido en 1985, no tenía intención de aplicar, y probablemente, además, carecía de la capacidad de hacerlo. En lugar de ello, las prioridades de Gorbachov eran suavizar el autoritarismo de su régimen y reparar las relaciones con Occidente. Esto les dio a los europeos del centro y del este su ventana de oportunidad.[163]

Alemania, restaurada

Cuando cayó el Muro de Berlín, en noviembre de 1989, no era en absoluto obvio que las dos Alemanias se reunificarían tan rápidamente como lo hicieron. El principal obstáculo era diplomático; la división de Alemania había impedido la finalización del tratado de paz para poner fin oficialmente a la Segunda Guerra Mundial. La reunificación, sin embargo, habría establecido «un gobierno adecuado para el propósito» de negociar un acuerdo con los aliados originales. Más aún, muchos alemanes occidentales eran reticentes a pagar los costes de la reunificación, el nivel de vida en el Este era menos de la mitad que el del Oeste. Alcanzar algo cercano a la paridad sería un desafío generacional.[164]

Al mismo tiempo, algunos orientales querían mantener una identidad y una cultura política diferentes. El gobernante Partido Socialista Unificado se rebautizó rápidamente como Partido del Socialismo Democrático (PDS),

prometiendo una forma más amable de izquierdismo. Estaba dirigido por un líder reformista que se había opuesto a la represión autoritaria de sus predecesores. Los líderes del partido esperaban que les fuera lo suficientemente bien en unas elecciones libres como para tener un mandato legítimo para gobernar.

Las cosas no transcurrieron como esperaban. El 28 de noviembre, menos de tres semanas tras la caída del Muro de Berlín, el canciller de Alemania Occidental Helmut Kohl presentó al Bundestag un plan de diez puntos para una mayor integración entre las dos Alemanias. El más importante era el punto número cinco, que afirmaba que el Oeste estaba dispuesto «a desarrollar estructuras confederadas entre ambos Estados de Alemania, con el objetivo de crear una federación» si la Alemania Oriental estaba dispuesta a convertirse en una democracia. Mientras que los estadounidenses apoyaron rápidamente la iniciativa de Kohl a favor de la reunificación, los británicos, los franceses y los soviéticos no estaban muy felices. Décadas de paz no habían apagado sus temores hacia el nacionalismo alemán. En última instancia, sin embargo, poco podían hacer, teniendo en cuenta los cambios que se estaban produciendo en Alemania Oriental.

Esos cambios internos estaban en parte motivados por consideraciones financieras. Como otros países del bloque del Este, Alemania Oriental tenía demasiada deuda en moneda extranjera que no podía pagar, especialmente si continuaba la emigración. Peor aún, necesitaba financiación estable para cubrir el desequilibrio entre sus exportaciones y sus importaciones. Alemania Occidental ofreció ayuda, pero solo si se acometían reformas radicales (esto puede resultar familiar). Como dijo Kohl, «para estabilizar unas condiciones que se han vuelto insostenibles». Para obtener el dinero para pagar unas importaciones imprescindibles, Alemania Oriental tenía que cambiar.

Y lo hizo. La rápida liberalización del sistema político llevó a las primeras elecciones libres el 18 de marzo de 1990. Gracias al apoyo activo de Kohl y del Gobierno de Alemania Occidental, la Alianza por Alemania, de centroderecha, ganó algo menos de la mitad de los escaños del Parlamento. Lothar de Maizière, el nuevo primer ministro de Alemania Oriental, había hecho campaña con un programa favorable a una rápida unificación (a finales de año abandonaría la política tras ser acusado de haber informado para la Stasi). El PDS obtuvo apenas una sexta parte del voto popular, y el resto fue a otros partidos de oposición. La Alianza por Alemania, los socialdemócratas y los liberales

formaron una coalición de unidad nacional y comenzaron inmediatamente negociaciones formales con Alemania Occidental sobre los términos de la reunificación y con las potencias aliadas para acordar el final de la Segunda Guerra Mundial. El 3 de octubre de 1990, Alemania Oriental dejó oficialmente de existir, y sus Estados constituyentes fueron admitidos en una ampliada República Federal (Alemania Occidental).[165]

La transición económica comenzó incluso antes. El 17 de junio de 1990, Alemania Occidental asumió el control del recientemente creado Treuhandanstalt, que fue encargado de administrar y en última instancia privatizar las aproximadamente doce mil empresas de Alemania Oriental. Empleaban colectivamente alrededor de cuatro millones de personas. El Bundesbank, los grandes bancos comerciales alemanes y empresas industriales y otras empresas de Europa Occidental estaban representadas en el consejo de administración. Inicialmente, la esperanza era que gran parte de la industria de Alemania Oriental se hiciese financieramente sostenible con la ayuda de los conocimientos de gestión occidentales. Se suponía que los beneficios de la venta de activos serían más que suficientes para pagar por el funcionamiento del Treuhandanstalt y para apoyar a personas que hubiesen perdido sus empleos por causa de la reestructuración de sus empresas. A finales de junio, las dos Alemanias habían eliminado todas las barreras a la migración, el comercio y la inversión entre ellas.

El 1 de julio, el marco occidental reemplazó al marco de Alemania Oriental. Aunque los salarios, las pensiones y otros contratos seguirían como antes, escoger la tasa de cambio entre las dos monedas demostró ser controvertido. Antes de la caída del Muro de Berlín, la tasa de cambio del mercado negro había estado cerca de 10:1, aunque los economistas creían que esto reflejaba la demanda de bienes occidentales específicos que estaban fuertemente penalizados fiscalmente en el Este, más que cualquier otra cosa. El Bundesbank creía que una tasa de cambio de 2:1 evitaría una inflación indebida en Alemania Occidental y preservaría la industria de Alemania Oriental. Kohl, sin embargo, sintió que era necesario, por razones políticas, convertir los marcos orientales en marcos occidentales a una tasa de 1:1.

Su decisión fue dictada en parte por el deseo de desincentivar la migración desde el este. Medio millón de alemanes ya habían cruzado la frontera desde la caída del Muro, y seguían llegando más. Estos orientales tendían a ser más jóvenes y con más nivel educativo que las personas que dejaban atrás, y su continua

partida acabaría desbaratando la economía germanooriental. Establecer una tasa de cambio demasiado baja habría exacerbado esta tendencia. «Si el marco no viene a nosotros, nosotros iremos a él» ya se había convertido en un eslogan popular en Alemania Oriental.

Sin embargo, establecer una tasa de cambio demasiado alta podría aplastar la economía del este y forzar una emigración de alemanes sin empleo buscando trabajo en el oeste. Para frenar ese flujo potencial, Alemania Occidental extendió sus sistemas de seguridad social y fiscal al este. Entre otras razones, la esperanza era que unos beneficios por desempleo generosos, jubilaciones anticipadas, pensiones estatales, sanidad y otros servicios del bienestar pagados por el Gobierno federal reducirían el deseo de trasladarse al oeste. Estos, en última instancia, se convirtieron en los principales instrumentos para transferir ingresos a los nuevos Estados de la República Federal. Los debates subsiguientes sobre la sostenibilidad del sistema de seguridad social eran en realidad, implícitamente, sobre la voluntad de los alemanes occidentales de sustentar a trabajadores desplazados del este.

El economista alemán Peter Bofinger presentó en esa época una contundente defensa de la tasa de cambio de 1:1. A los trabajadores germanoorientales se les pagaba mucho menos que a sus equivalentes en el oeste, y el análisis del Bundesbank justificando la tasa de cambio de 2:1 había asumido que los empleadores germanoorientales no contribuirían al sistema federal de seguridad social. Después de tener en cuenta esos pagos, la brecha en los costes laborales, a la tasa de cambio de 1:1, era lo suficientemente cercana a la brecha de productividad de los trabajadores como para que cualquier diferencia pudiese ser compensada en «negociaciones salariales futuras». Tal como afirmó Bofinger, «los ingresos reales de los alemanes orientales y el diferencial en ingresos reales entre el este y el oeste de Alemania permanecerá esencialmente igual inmediatamente después de la [unión monetaria alemana], con unos ingresos netos reales en el este alrededor de un 50 por ciento menores que en el oeste». Es más, cualquier otra tasa de cambio «habría incrementado fuertemente el movimiento de trabajadores del este al oeste de Alemania» porque los niveles de vida en el este habrían colapsado a menos de la mitad.[166]

El problema es lo que sucedió durante esas «negociaciones salariales futuras» después de la reunificación. Los sindicatos de Alemania Occidental querían evitar que sus empleadores recolocasen fábricas en el este, por lo que presionaron a favor de subidas salariales para los alemanes orientales, con el

objetivo de lograr la paridad entre este y oeste a mediados de la década de 1990. Los germanoorientales estaban dispuestos a aceptar esto, dado que no se jugaban nada en la rentabilidad de sus empresas y asumían que los ejecutivos de Alemania Occidental que habían tomado el mando de acuerdo con Treuhandanstalt sabían lo que estaban haciendo. Esos ejecutivos, mientras tanto, estaban felices de acomodarse a las demandas de los sindicatos del oeste a costa de la industria germanooriental porque eso les serviría para comprar la buena voluntad de su mercado local y porque, en última instancia, el Gobierno asumiría los costes. Hacia 1991, el resultado fue que los costes laborales en Alemania Oriental —medidos por el salario por hora dividido por la producción a la hora — se habían disparado más de un 50 por ciento por encima del nivel de Alemania Occidental.

Esos aumentos salariales poco razonables inmediatamente posteriores a la reunificación condenaron a una brutal reestructuración a las empresas industriales del este. En esa época, economistas estadounidenses consideraban que «las empresas que empleasen solo el 8 por ciento de la fuerza de trabajo serían “viables” después de la unión, en el sentido de que podrían ganar los suficientes ingresos para cubrir los costes variables a corto plazo». La consecuencia fue que la producción industrial germanooriental se hundió en dos terceras partes entre finales de 1989 y comienzos de 1991. Hacia 1992, casi la mitad del desempleo de la Alemania unificada estaba en los recientemente absorbidos Estados orientales, a pesar de suponer menos del 19 por ciento de la población total. Irónicamente, las pérdidas de empleo precipitaron la migración al oeste que la política de altos salarios se suponía que iba a evitar: para 1994, el 6 por ciento de la población de Alemania Oriental se había trasladado al oeste. [167]

Esto creó un problema para el Treuhandanstalt. El optimismo inicial sobre los activos de Alemania Oriental se desvaneció rápidamente cuando quedó claro que la mayoría solo valían «lo que valiesen sus edificios o como chatarra». En lugar de generar ingresos, el programa de privatización terminó costando al Gobierno cientos de miles de millones de marcos. Alemania Occidental no estaba interesada en pagar subsidios indefinidamente, lo que puso presión a la agencia para que vendiese rápidamente activos, a menudo por debajo de su precio de mercado. Para 1995, casi todas las compañías propiedad del Treuhandanstalt habían sido vendidas o troceadas y endosadas a agencias distintas, mientras que las pérdidas no realizadas fueron oficialmente absorbidas por el Gobierno federal. Alrededor de la mitad de todos los trabajadores de Alemania Oriental

trabajaban para negocios que eran propiedad o bien de alemanes occidentales o bien de extranjeros. En torno a un 20 por ciento trabajaba en empresas fundadas después de la reunificación (la mayoría de los restantes habían perdido sus trabajos).[168]

Muchos trabajadores del este pasaron a ser dependientes de subsidios o se vieron obligados a aceptar trabajos mal pagados después de que sus antiguos empleadores fuesen reestructurados. Algunos —en desproporcionada mayoría, mujeres— se fueron al oeste, mientras que los que se quedaron atrás —en desproporcionada mayoría, hombres sin alto nivel educativo— cada vez estaban más resentidos ante la falta de empleos y de parejas con las que casarse. Al mismo tiempo, los economistas estimaban que el nivel de vida de los alemanes occidentales terminó siendo un 8 por ciento menor que el que podría haber sido a comienzos de la década de 2000, debido a la reunificación.[169]

A pesar de estos costes sustanciales, la reunificación en gran medida ha sido un éxito. Gracias en parte a las continuadas transferencias desde el resto del país, el nivel de vida en la antigua Alemania Oriental casi ha convergido con los niveles del oeste, notablemente en términos de esperanza de vida. La brecha residual en ingresos entre el este y el oeste de Alemania es trivial comparada con la brecha entre el norte y el sur de Italia, el norte y el sur de Inglaterra o la antigua Confederación y el resto de Estados Unidos. El desempleo se ha desplomado. La producción industrial en el este se ha más que doblado desde comienzos de la década de 1990. Un menor coste de la vida ha llevado, incluso, a artistas y a otros profesionales a migrar del oeste a algunas ciudades del este.[170]

El enfermo de Europa

Los costes de la reunificación, especialmente para el Oeste, no fueron aparentes al principio. De hecho, la reacción inicial fue un boom de gasto; la economía germanooccidental creció a una tasa anual media del 5,7 por ciento desde comienzos de 1989 hasta comienzos de 1991. No obstante, esas ganancias fueron poco duraderas. Desde comienzos de 1991 hasta finales de 1997, la economía alemana unificada creció a un ritmo anual medio de solo un 1,3 por ciento. Fue la peor ralentización sostenida desde la década de 1950.

Había varias razones para este desempeño tan decepcionante, pero la más obvia fue la política de austeridad del Gobierno. Gracias en parte al boom pasajero generado por la reunificación, la inflación alemana se aceleró desde alrededor de un 1,5 por ciento anual a mediados de la década de 1980 hasta aproximadamente un 5 por ciento a comienzos de la década de 1990. El Bundesbank respondió aumentando su tasa de descuento del 2,5 por ciento a finales de 1987 a casi un 9 por ciento para mediados de 1992 —el nivel más alto desde la creación del banco central de posguerra en 1948—. El endurecimiento de la política monetaria fue pronto seguido por una retracción fiscal. El Gobierno alemán se adhirió escrupulosamente a su compromiso del Tratado de Maastricht (1992) de poner límite al déficit presupuestario recortando el gasto en inversión en infraestructuras y mantenimiento en casi un 20 por ciento entre 1992 y 1998.

Esto ahogó la inflación al coste de estrangular el crecimiento. Los altos tipos de interés y los ajustados presupuestos fueron particularmente dañinos para el sector de la construcción. Después de alcanzar su pico en 1994, la construcción cayó sin pausa durante más de una década. El gasto global en inversión en Alemania fue esencialmente plano desde comienzos de la década de 1990 hasta 1997. Lo único que proporcionó algo de optimismo fue el gasto en consumo, que creció casi un 2 por ciento anual por encima de la inflación durante este periodo. Eso, no obstante, fue posible gracias a una gran caída en la tasa de ahorro de las familias.[171]

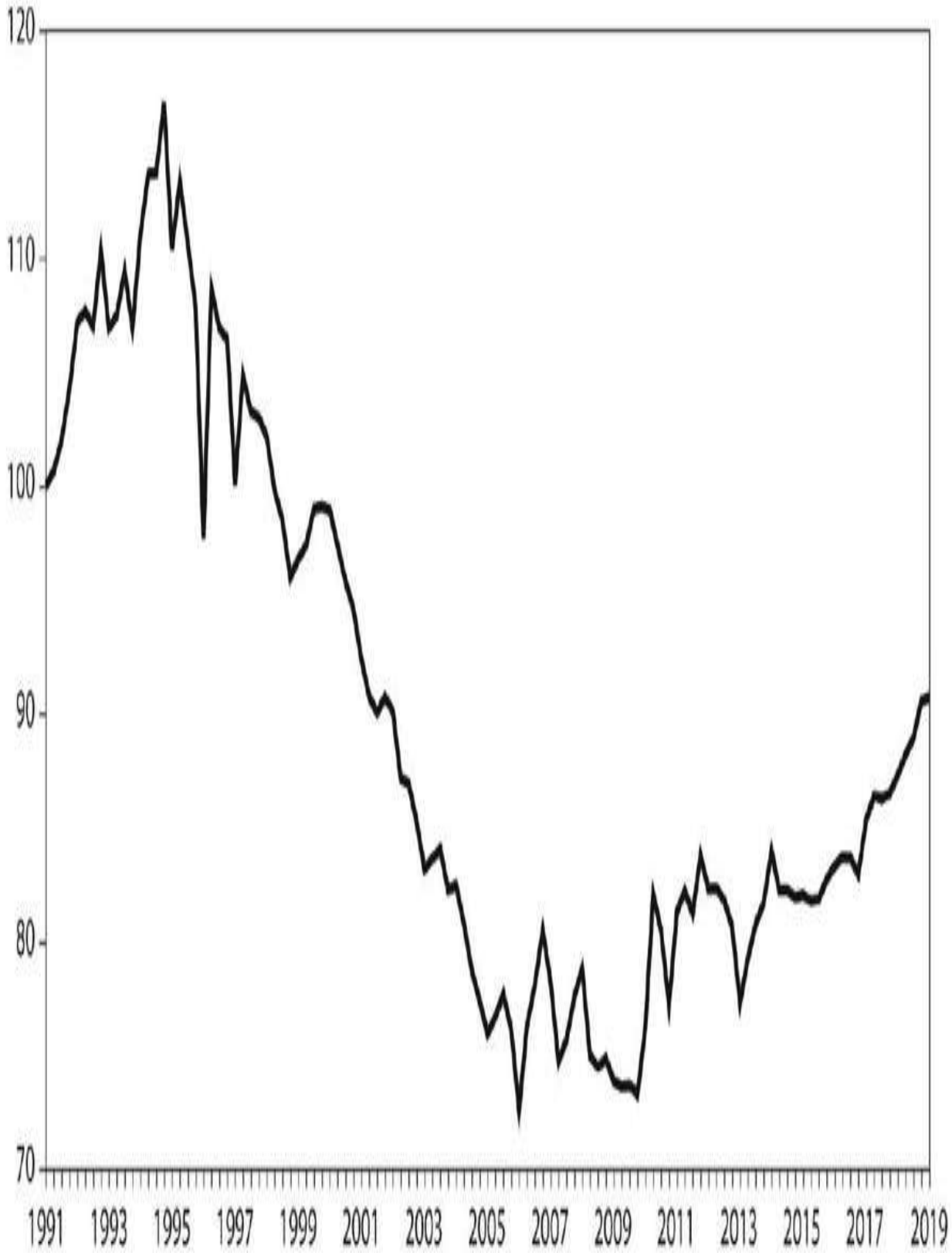
120
110
100
90
80
70
1991
1993
1995
1997
1999
2001
2003
2005
2007
2009
2011
2013
2015
2017
2019

Figura 5.1. La gran quiebra (actividad constructora en Alemania, enero de 1991 = 100). Fuentes: Deutsche Bundesbank; cálculos de Matthew Klein.

La caída de la inversión doméstica se vio exacerbada por la dudosa bendición que supuso la liberación de Europa del Este. La aparición de cien millones de nuevos clientes era una buena noticia para las empresas industriales de Alemania, pero su libertad también significa que ahora había decenas de millones de trabajadores baratos a las puertas de Alemania. Muchos de ellos eran también germanohablantes. En el año 2000, el típico trabajador industrial alemán ganaba alrededor de nueve veces más que el típico trabajador industrial eslovaco. Esa enorme diferencia en costes laborales era mucho mayor que la diferencia en productividad de los trabajadores. Las compañías alemanas respondieron trasladando empleos y producción a Europa Central y del Este. La tensión se hizo aún más aguda una vez que la Unión Europea decidió comenzar el proceso de adhesión de los vecinos orientales de Alemania (y Chipre) a finales de 1997. La mayoría se uniría en 2004, mientras que Bulgaria y Rumanía lo harían en 2007. Una vez dentro de la Unión Europea, no tenían que enfrentarse a barreras al comercio o a la inversión con el resto de la cadena de suministros industriales de Alemania.[172]

Aunque el número de vehículos de motor producidos en Alemania apenas ha crecido en casi tres décadas, las compañías automovilísticas alemanas fabrican ahora el doble de coches que inmediatamente después de la reunificación. En 1992, las empresas alemanas produjeron alrededor de 4,9 millones de vehículos de pasajeros en Alemania y aproximadamente 2 millones de vehículos fuera de Alemania. Hacia 2000, las empresas alemanas habían incrementado su producción total de vehículos de pasajeros a 10 millones, pero lo esencial de ese incremento provino de plantas en otros países. La producción en la propia Alemania apenas creció hasta los 5,1 millones de unidades. Para 2017, las compañías alemanas producían alrededor de 16,5 millones de vehículos de pasajeros, de los cuales 10,8 millones se fabricaron fuera de Alemania.

Aunque parte de la producción extra proviene de Estados Unidos, México y China, gran parte de ella viene de Europa Central y del Este. En 2017, las plantas situadas en Chequia, Hungría, Polonia, Rumanía, Eslovaquia y Eslovenia

produjeron alrededor de 4,1 millones de vehículos de pasajeros y comerciales. Estas cifras infraestiman la escala de la producción en el exterior porque no cuentan las partes importadas usadas para montar los vehículos acabados. Alrededor de la mitad del valor de la producción alemana de vehículos de motor proviene ahora de los componentes importados.[173]

La amenaza de deslocalización dio a los empleadores alemanes una herramienta poderosa para contener los salarios en casa: si los sindicatos alemanes presionaban por aumentos de sueldo, las empresas podrían simplemente trasladar los empleos y las fábricas unos pocos cientos de millas al este. Después de sustraer la inflación, el salario medio de los trabajadores industriales en la antigua Alemania Occidental creció solo un 5 por ciento en total entre 1991 y 2000. Esto significaba que los sindicatos eran menos útiles a los trabajadores alemanes que en el pasado, y la militancia cayó en una tercera parte en la década de 1990. Al mismo tiempo, la fuerza de las negociaciones colectivas a nivel de industria se vio mermada por las llamadas cláusulas de apertura, que daban a los representantes locales de los sindicatos la opción de renegociar acuerdos adoptados al nivel de la empresa. A finales de la década de 1990, la mayoría de los miembros de sindicatos que quedaban en Alemania trabajaban bajo estos contratos flexibles.

La prioridad de los sindicatos era preservar los puestos de trabajo a costa de renunciar a aumentos de sueldo. Fracasaron: entre 1993 y 1997, el empleo industrial alemán cayó en un 15 por ciento. El desempleo en el oeste creció sin pausa desde aproximadamente un 5 por ciento en 1991 a casi un 10 por ciento a finales de 1997. En toda Alemania, tres millones de puestos de trabajo a tiempo completo se desvanecieron, mientras que, a cambio, solo se creaban un millón de empleos a tiempo parcial. Al mismo tiempo, la mayoría de los trabajadores vieron descender sus salarios reales a lo largo de la década de 1990, para luego caer en picado en la de 2000. Esto fue especialmente doloroso para los hombres alemanes, que estaban desproporcionadamente empleados a tiempo completo y sufrieron la mayor parte de las pérdidas de empleo. Todo ello junto, la caída del empleo, el cambio a trabajos a tiempo parcial y la falta de crecimiento de los salarios, significó que el valor real del dinero gastado en salarios y beneficios para los trabajadores alemanes se mantuvo esencialmente estable entre 1995 y 2011.[174]

Fue más o menos entonces cuando los comentaristas alemanes e internacionales comenzaron a referirse al país como «el enfermo de Europa». No era un apodo

decepcionante —era más bien algo aterrador—. El 26 de abril de 1997, Roman Herzog, el distinguido presidente alemán, dio un discurso de lo más inusual advirtiendo de que Alemania estaba en peligro de quedarse atrás en «una gran carrera global». El final de la Guerra Fría, la rápida modernización de Asia y las nuevas tecnologías avanzadas provenientes de Estados Unidos significaban que «los mercados mundiales están siendo divididos nuevamente, y también las perspectivas de prosperidad en el siglo XXI». El problema, según Herzog, era que los alemanes «piden demasiado del Gobierno» porque suscriben «el mito de que sus recursos son inagotables». La dependencia del Estado ha hecho a los alemanes perezosos, poco creativos y temerosos al cambio.

La solución, bajo el punto de vista de Herzog, era «un nuevo contrato social para el futuro». Esto requeriría cambios, dijo, «en todos los derechos sociales que se han acumulado a lo largo de los años; y quiero decir todos». Para Herzog, la desregulación de las empresas, los recortes de los beneficios por desempleo, unos menores impuestos y menores salarios eran cambios necesarios para asegurar la supervivencia nacional de Alemania. En sus propias palabras, «el mundo se está moviendo; no esperará a Alemania». El discurso de Herzog fue un presagio de lo que vendría. La sorpresa fue que ese programa sería implementado por el Gobierno más izquierdista de la historia de la República Federal.[175]

Las elecciones alemanas de 1998 tuvieron lugar en un momento propicio para los socialdemócratas (SPD). Desde 1982, Alemania había sido gobernada por la coalición de centro-derecha de la Unión Demócrata Cristiana (CDU), la Unión Social Cristiana (CSU) y el Partido Democrático Libre (FDP). Helmut Kohl había estado en el poder de manera continuada como canciller durante dieciséis años, lo que le convertía en uno de los líderes más duraderos de una democracia en la historia moderna. Solo Otto von Bismarck había pasado más tiempo como canciller de Alemania. La catástrofe económica de la década de 1990, sin embargo, había vuelto vulnerable a Kohl ante los ataques de la izquierda. La coalición CDU/CSU-FDP ya había salido mal parada de las elecciones federales de 1994, que redujeron su mayoría del 60 por ciento de los escaños en el Bundestag a poco más de la mitad.

Hacia 1998, las cosas habían empeorado. Gerhard Schröder, el líder del SPD, apodó a Kohl «el canciller del desempleo». La campaña funcionó: el SPD tuvo su mejor resultado desde 1972. En combinación con sus aliados del Partido Verde, la coalición de centro-izquierda obtuvo más de un 51 por ciento de los

escaños del Bundestag. Los partidos de centroderecha solo consiguieron un 43 por ciento de los escaños, mientras que el resto fue a parar a manos de los sucesores de los antiguos comunistas de Alemania del Este (PDS).[176]

Resultó que las elecciones se produjeron poco después del comienzo de un breve renacimiento de la inversión doméstica alemana. El gasto en maquinaria y equipo creció un 10 por ciento anualmente entre 1997 y 2000, más del triple que los anteriores tres años. El lento declive de la industria de la construcción se detuvo temporalmente en 1998-2000. La inversión fija neta del sector privado creció un 50 por ciento. El gasto en consumo se aceleró gracias en parte a otra caída de la tasa de ahorro de las familias. El efecto combinado de todo ello fue la mayor concatenación de crecimiento de la demanda doméstica alemana desde la reunificación. Después de años de estancamiento, se crearon dos millones de puestos de trabajo en Alemania entre finales de 1997 y mediados de 2000. La apelación de Herzog en favor de un cambio radical parecía menos relevante una vez que la economía comenzó a crecer.[177]

Desgraciadamente, el boom de finales de la década de 1990 estaba impulsado por la versión alemana de la burbuja tecnológica. La misma manía que había afligido a las empresas estadounidenses había arraigado al otro lado del Atlántico. La Deutsche Börse, con sede en Fráncfort, lanzó su Neuer Markt en 1997 como la respuesta europea al Nasdaq. El nuevo mercado de valores sería el hogar de las empresas de moda de alto crecimiento. Durante la burbuja, las acciones cotizantes en el Neuer Markt superaron a las del índice Nasdaq-100 por un factor de cuatro. En su momento álgido, en marzo de 2000, las compañías del Neuer Markt tenían un valor de casi 234.000 millones de euros —minúsculo para estándares estadounidenses, pero grande en relación con el tamaño de todo el mercado de valores alemán—.

La burbuja estalló poco después debido a una combinación de escándalos (incluyendo información privilegiada, manipulación del precio de las acciones y falsificación de ganancias), una enorme sobrevaloración y el cambio del ciclo económico. Hacia 2002, las compañías del Neuer Markt habían perdido colectivamente el 95 por ciento de su valor. La Deutsche Börse anunció que cerraría el mercado de valores ese septiembre.[178]

Una borrachera de préstamos había magnificado el absurdo comportamiento del mercado de valores. La deuda de las corporaciones alemanas no financieras aumentó en un 25 por ciento entre comienzos de 1997 y finales de 2001. El

déficit por cuenta corriente de estas empresas se disparó del 2 por ciento de la economía alemana en 1998 al 7 por ciento a finales de 2001. Desgraciadamente, no había oportunidades de inversión que justificasen ese tipo de exceso. Después del estallido de la burbuja, las deprimentes expectativas de beneficios hicieron que los bancos y los mercados financieros no estuviesen dispuestos a seguir financiando la gran diferencia ente la inversión empresarial alemana y el flujo de caja de las empresas alemanas. Las compañías se vieron forzadas a devolver sus obligaciones. A finales de 2005, el valor nominal de préstamos y bonos emitidos por las empresas alemanas había caído casi un 4 por ciento. La deuda no superó su nivel previo hasta 2007.[179]

Todo esto tuvo efectos económicos reales. Cuando la burbuja se estaba inflando, la inversión corporativa alemana se multiplicó. Después del estallido de la burbuja, la inversión colapsó. La ya antigua depresión del sector de la construcción, que se había detenido durante el boom tecnológico, se reinició con bríos renovados en la década de 2000: la actividad constructora se hundió un 23 por ciento entre mediados de 2000 y su punto más bajo, en 2006. El gasto global en capital cayó un 12 por ciento entre mediados de 2000 y su nadir en 2005. La inversión empresarial neta, descontando la depreciación, cayó en más de un 60 por ciento. Dos millones de empleos a tiempo completo se desvanecieron, y el número de horas trabajadas cayó un 5 por ciento. El empleo global se mantuvo relativamente estable solo por un cambio masivo del trabajo a tiempo completo a trabajo a tiempo parcial.

Al mismo tiempo, la paga media y los beneficios por hora crecieron por debajo de la inflación. El resultado fue una reducción sostenida de los ingresos reales de las familias. A diferencia de la década de 1990, esto no se vio compensado por un descenso de la tasa de ahorro personal. De hecho, la tasa de ahorro de las familias alemanas creció en más de un punto porcentual, con el resultado de que el consumo no creció entre 2001 y 2005.[180]

En anteriores recesiones, el Gobierno alemán habría compensado el colapso de la inversión empresarial y del gasto de las familias bajando los tipos de interés, recortando los impuestos e impulsando el gasto público. No podía hacerlo en la década de 2000 debido a su pertenencia a la zona euro. La moneda común, que se lanzó oficialmente el 1 de enero de 1999, suponía que los Estados miembros compartían una única política monetaria. El nuevo Banco Central Europeo (BCE) tenía que fijar los tipos de interés basándose en lo que convenía a la zona euro en su conjunto, y no en lo que era mejor para un país individual. Aunque

Alemania era el miembro mayor del bloque del euro, su anémico crecimiento contrastaba con la bonanza de otros países, principalmente España.

Por tanto, la política monetaria apropiada para el país europeo medio era demasiado estricta para Alemania (y demasiado laxa para España). Los tipos de interés reales en Alemania durante la recesión de 2001-2004 eran tan altos como durante el breve boom de 1998-2000. Schröder pidió repetidamente tipos de interés más bajos, pero esta petición fue desatendida. Cuando se le preguntó sobre las presiones a favor de una política más laxa en una conferencia de prensa en abril de 2001, Wim Duisenberg, el presidente del BCE, contestó burlonamente: «Oigo, pero no escucho».[181]

Al mismo tiempo, el límite presupuestario acordado en el Tratado de Maastricht (1992) y el subsiguiente Pacto de Estabilidad y Crecimiento (1997) significaba que el Gobierno tenía un margen limitado para aumentar la deuda e impulsar el gasto. Los Gobiernos federal, estatales y locales alemanes habían estado colectivamente ajustando sus presupuestos a las condiciones económicas desde 2001, pero estos esfuerzos no fueron suficientes para mantener el déficit dentro de los límites prescritos. El Gobierno estaba también constreñido por el legado de unos altos tipos de interés sobre la deuda incurrida a comienzos de la década de 1990 para pagar la reunificación. La interacción de esta deuda antigua con las reglas fiscales europeas evitó de manera efectiva que el Gobierno alemán se endeudase más para enfrentarse a la severa desaceleración de comienzos de la década de 2000. Irónicamente, fueron los negociadores alemanes los que habían demandado en su momento estas reglas tan rígidas.[182]

El superávit comercial y por cuenta corriente alemán tiene su origen en este largo periodo de debilidad doméstica. La demanda doméstica real cayó alrededor de un 3 por ciento desde su pico a finales de 2000 hasta su nadir en 2004. El gasto total en consumo e inversión no volvería a su nivel previo hasta finales de 2006. Un crecimiento relativo en relación con el resto del mundo significaba que el gasto extranjero en exportaciones alemanas aumentó más que el gasto alemán en importaciones.

El resultado fue un cambio masivo en el balance por cuenta corriente. A lo largo de la década de 1990, los residentes alemanes gastaron ligeramente más de lo que ganaban: el superávit de las familias, de aproximadamente el 4 por ciento del PIB, era compensado por déficits corporativos y gubernamentales con un valor cada uno de alrededor de un 2,5 por ciento del PIB. Hacia 2004, el balance

alemán por cuenta corriente había pasado a ser un superávit de aproximadamente un 5 por ciento del PIB gracias a la combinación de los recortes sustanciales del sector corporativo a los salarios y a las inversiones de capital, un modesto incremento de la tasa de ahorro de las familias y una política fiscal excesivamente severa.

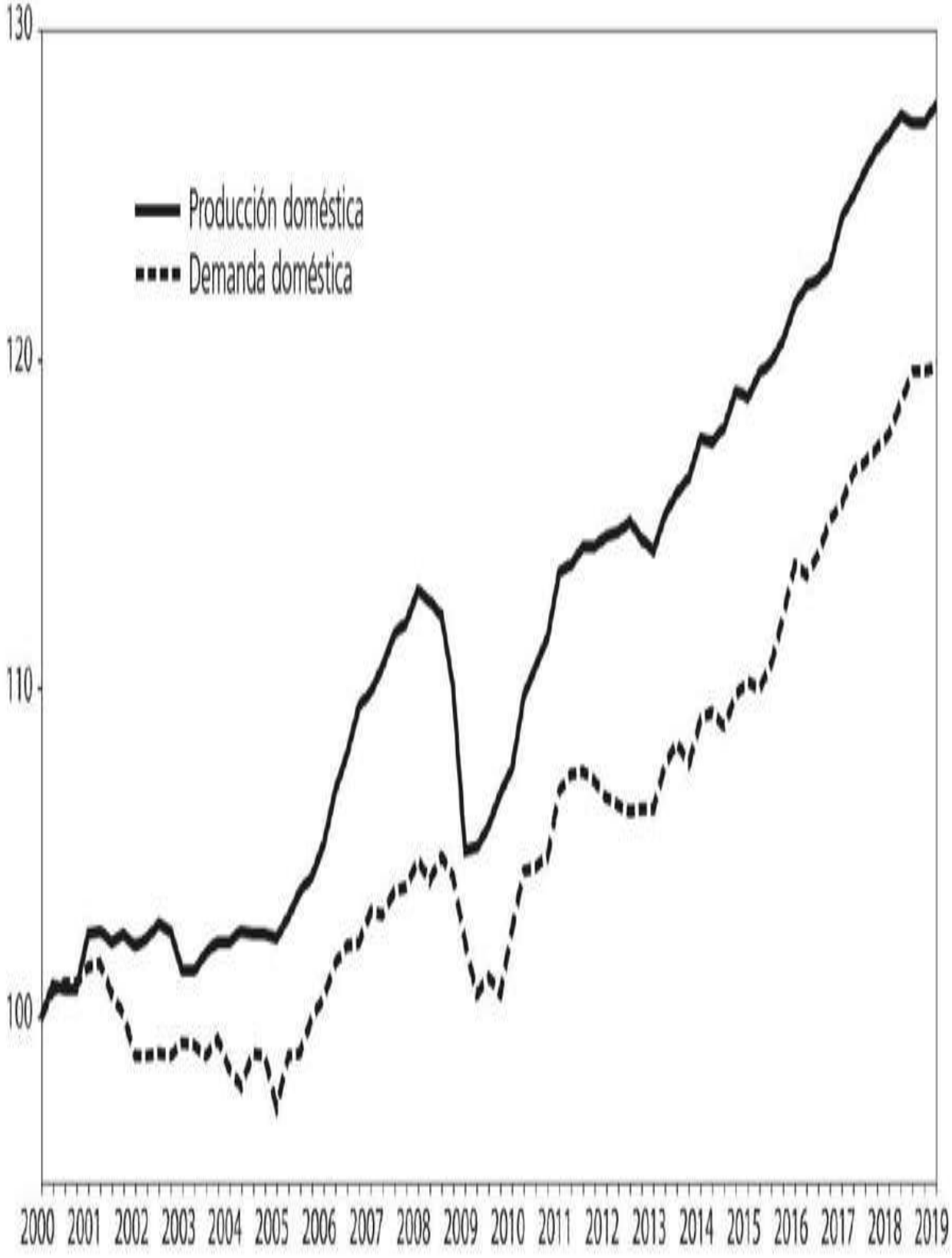
130
120
110
100
Producción doméstica
Demanda doméstica
2000
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
2016
2017
2018
2019

Figura 5.2. El superávit de Alemania es un producto de su debilidad interior (producción doméstica frente a gasto doméstico en consumo e inversión, enero de 2000 = 100). Fuentes: Eurostat; cálculos de Matthew Klein.

La competitividad de las exportaciones tuvo poco que ver con el superávit de Alemania: el porcentaje de Alemania de las exportaciones mundiales era el mismo en 2004 que en 1998, y el porcentaje de Alemania del comercio intraeuropeo aumentó en menos de un punto porcentual en la década de 2000. Tanto Chequia como los Países Bajos y Polonia aumentaron su porcentaje del mercado europeo en una cantidad comparable, a pesar de ser economías mucho más pequeñas. Más aún, el valor real de las exportaciones alemanas creció mucho más lentamente en este periodo que cuando Alemania tenía déficits por cuenta corriente. De 1994 a 2000, el volumen de las exportaciones de bienes alemanes creció alrededor de un 9 por ciento anual de media. Entre 2001 y 2004, las exportaciones de bienes crecieron solo un 4 por ciento anual.

El superávit comercial puede explicarse por una ralentización aún mayor en la tasa de crecimiento del volumen de las importaciones alemanas de bienes. Los alemanes gastaron menos euros en bienes y servicios importados en 2004 que en 2000 a pesar del impacto de la inflación y el aumento del precio del petróleo. Los resultados inevitables fueron superávits y flujos financieros al exterior. Los superávits de comienzos de la década de 2000 persistieron después de que Alemania comenzase a recuperarse, debido a unas decisiones políticas que constriñeron el gasto doméstico y redistribuyeron ingresos hacia los ricos.[183]

La Agenda 2010 y las reformas Hartz

En 1998, Schröder había dicho que no se merecería un segundo mandato si hubiese aún 3,5 millones de desempleados alemanes para las siguientes elecciones generales de 2002. Fiel al espíritu de la época, la política económica definitoria de su Gobierno había sido un programa radical de recortes fiscales con la esperanza de fomentar el empleo y la inversión. El tipo marginal máximo

del impuesto sobre la renta cayó del 53 al 42 por ciento, y la tasa efectiva del impuesto de sociedades, de alrededor de un 52 por ciento al 39 por ciento. Quizá lo más significativo fue la eliminación del impuesto a las ganancias de capital que gravaba las acciones de compañías en posesión de otras compañías durante al menos un año (la desinversión corporativa había previamente sido sometida a un impuesto del 53 por ciento). Aunque los alemanes de clase media también vieron cómo caían sus impuestos, estas medidas beneficiaban principalmente a los ricos.

Lo que es peor, resultaron insuficientes para mejorar el atractivo de Alemania como destino de inversiones o para estimular el gasto doméstico. A finales de 2001 había más de 3,8 millones de desempleados… y aumentando. El estallido de la burbuja tecnológica, una política restrictiva por parte del BCE y unas normas presupuestarias estrictas eran las explicaciones más obvias, pero la coalición rojiverde no podía hacer nada al respecto. Para reducir el número de desempleados antes de las siguientes elecciones federales de 2002 se tendría que haber hecho algo distinto.[184]

Un escándalo en la agencia federal encargada de proporcionar empleos a los parados proporcionó el pretexto para que Schröder, en febrero de 2002, nombrase una comisión de expertos para que presentase propuestas de políticas de fomento del empleo. Peter Hartz —el veterano jefe de recursos humanos de Volkswagen y viejo amigo de Schröder— fue escogido para dirigir la comisión. Al haber sido ministro-presidente del Estado de Baja Sajonia, Schröder formaba parte del consejo de administración de Volkswagen en 1993 cuando Hartz había negociado con éxito con el sindicato IG Metall la preservación de treinta mil empleos a cambio de reducir la semana laboral de cinco días a cuatro. Ese tipo de acuerdo —más empleo por menos paga— había sido algo común a lo largo de la década de 1990. Se institucionalizaría en lo que al final serían conocidas como las reformas Hartz.

La Comisión Hartz entregó su informe en agosto de 2002. Estaba repleto de recomendaciones para hacer más eficiente el sistema existente de subsidios, como combinar los pagos del bienestar a los indigentes con el seguro de desempleo, y para mejorar el servicio de empleo gubernamental. La comisión también recomendó reducir las regulaciones sobre el tipo de trabajo que las personas podían aceptar, incluyendo trabajos temporales y contratos como autónomo. Lo más importante, sin embargo, fue el ataque, que le habría resultado familiar a Roman Herzog, que realizaba el informe al estado del

bienestar. Hartz y sus colegas argumentaron que muchos alemanes escogían seguir desempleados —o jubilarse anticipadamente— porque los pagos que recibían del Gobierno eran mejores que lo que obtendrían trabajando en uno de los muchos trabajos (mal pagados) disponibles. La solución propuesta por Hartz era recortar el nivel de los subsidios y su duración. La dramática expansión al este del estado del bienestar había sido demasiado cara y debería revertirse pronto.[185]

El 22 de septiembre, poco después de publicarse el informe, Alemania tuvo las elecciones federales más competidas de la historia moderna. Varios periódicos informaron incorrectamente de que el ganador había sido la CDU/CSU, antes de que el resultado final fuese anunciado la mañana siguiente. La amplia insatisfacción con la economía fue compensada por el carisma personal de Schröder, su efectiva respuesta a las devastadoras inundaciones (las mayores en cien años) que asolaron Alemania oriental en el verano y la firme oposición del Gobierno rojiverde a la impopular guerra de Irak.

Más aún, el bloque de centro-derecha no era una alternativa viable para los opositores al programa Hartz. El SPD perdió votos en el oeste, incluyendo unos cuantos a favor de sus socios de coalición, Los Verdes, pero ganó terreno en el este a costa del PDS. Gracias al sistema híbrido de Alemania de elecciones directas y representación proporcional, el Gobierno rojiverde conservó el poder con una mayoría minúscula en el Bundestag mientras que el bloque de centro-derecha aumentó su porcentaje de escaños en seis puntos porcentuales. El PDS perdió todos sus diputados menos dos.[186]

A pesar de ver su mandato reducido, Schröder sintió que tenía que seguir adelante con su programa de reformas, que denominó «Agenda 2010». Lo defendió en un discurso al Bundestag el 14 de marzo de 2003. Realizado en la víspera de la guerra de Irak, el discurso vinculaba la necesidad de la reforma doméstica con la urgencia de evitar el conflicto en Oriente Medio. Para mantener una política exterior independiente, insistió Schröder, Alemania necesitaba «ser cada vez más flexible» y «llevar a cabo una transformación interna». Aunque ocasionalmente sonaba como un socialdemócrata tradicional en sus críticas a «la ley de la jungla» y a las «fuerzas del mercado que no respetan los aspectos sociales», su programa y su retórica eran casi idénticos a lo que Roman Herzog había pedido seis años antes. El estado del bienestar necesitaba «reestructurarse». La «responsabilidad individual» estaría por encima de las prestaciones colectivas, «no se le permitiría a nadie vivir de la comunidad». La

«modernización» era esencial.

La Agenda 2010 tenía muchas propuestas, incluyendo cambios significativos en el sistema de salud y la introducción de nuevos tipos de contratos laborales, pero la más importante era la idea de que los beneficios sociales deberían ser recortados para poder aligerar la carga impositiva. Como Schröder les dijo a sus colegas, el coste de pagar esos beneficios «ya está sobrecargando a la generación más joven», mientras que «la gente que trabaja en fábricas y oficinas espera que reduzcamos la carga de impuestos y tasas». Bajo lo que sería conocido como Hartz IV, el seguro de desempleo duraría doce meses para los alemanes de menos de cincuenta y cinco años (anteriormente, duraba treinta y dos meses). Mientras tanto, los alemanes que rechazasen una oferta de empleo porque el salario fuese muy bajo perderían el derecho a todo subsidio. La edad de jubilación aumentaría.[187]

Estas medidas fueron profundamente impopulares. Casi inmediatamente después de su discurso de marzo, el SPD se enfrentó a una revuelta interna dirigida por una jovencísima Andrea Nahles, que se convertiría en líder del partido en 2018. Las protestas masivas comenzaron en el verano de 2004 después de que la legislación fuese aprobada en la cámara alta alemana, pero fueron insuficientes para evitar que la nueva ley entrase en vigor el 1 de enero de 2005. A pesar de la oposición de la minoría afectada, la mayoría de los alemanes apoyaron los cambios. El problema para la coalición rojiverde era que esta mayoría estaba alineada con el centro-derecha.

Por el contrario, los alemanes orientales que habían acudido en tropel al SPD en 2002 sintieron que habían sido traicionados. Las disparadas tasas de desempleo les llevaron a pensar que iban a ser los que asumiesen el grueso de los recortes. La base del SPD en el antiguo corazón industrial de Alemania Occidental también se rebeló. Hartz IV significaba que la pérdida de un empleo llevaría casi automáticamente a un profundo recorte de ingresos, lo que asustó a los alemanes con trabajos decentes en industrias cíclicas. Oskar Lafontaine, que había sido ministro de Finanzas de Schröder en 1998, abandonó el SPD para presentarse como líder de un nuevo partido izquierdista germanooccidental (WASG) en alianza con el oriental PDS.[188]

El 25 de mayo de 2005, el SPD perdió el control del Gobierno estatal de Renania del Norte-Westfalia, que había gobernado sin interrupción desde 1966. Perder los votos de ese Estado en la cámara alta alemana suponía que la coalición

rojiverde lo tendría difícil para aprobar cualquier legislación significativa antes de las siguientes elecciones federales, previstas para finales de 2006. Schröder respondió convocando unas elecciones generales para septiembre de 2005. El SPD intentó movilizar a su base prometiendo un impuesto a los alemanes con altos ingresos y lo que habría sido el primer salario mínimo de Alemania. La alianza WASG/PDS, también conocida como Die Linke (La Izquierda), se comprometió a aumentar los impuestos de sucesiones, impulsar el gasto en bienestar y repudiar Hartz IV, al que llamaron «pobreza legalmente decretada». Mientras tanto, en una de las pequeñas ironías de la historia, Peter Hartz fue obligado a dejar Volkswagen completamente desacreditado después de que unos escabrosos escándalos de sexo y sobornos se hiciesen públicos en julio.[189]

Tanto el bloque de centro-izquierda como el de centro-derecha perdieron votos ante Die Linke, que obtuvo un 9 por ciento de los escaños del Bundestag. Casi una cuarta parte de los votos en la antigua Alemania Oriental apoyó a Die Linke en 2005, frente a aproximadamente un 15 por ciento en 2002. Lo que es aún más sorprendente es que Die Linke obtuvo un 5 por ciento de los votos en la antigua Alemania Occidental (excluyendo Berlín). En 2002, solo un 1 por ciento de los occidentales habían votado al PDS. Gracias en parte a la popularidad del héroe local Lafontaine, Die Linke obtuvo más del 18 por ciento de los votos en Saarland, que había sido el centro de la industria alemana del carbón y del acero antes de que esas industrias se trasladasen al extranjero. En 2002, el PDS obtuvo menos del 2 por ciento de los votos en Saarland. Incluso en los prósperos y conservadores Estados del sur de Baden-Württemberg y Baviera, Die Linke obtuvo más del 3 por ciento de los votos.

Los buenos resultados de la extrema izquierda crearon un impás político. Ni la coalición rojiverde ni el bloque de centro-derecha tenían mayoría en el Bundestag. En teoría, Die Linke podría haberse unido a una nueva coalición rojiverde que se habría adjudicado el mérito de la subsiguiente recuperación, pero había demasiada animosidad en ambos bandos para que eso funcionase. Schröder tendría que irse. La cuestión es quién le reemplazaría como canciller. Al principio, el centro-derecha intentó convencer a Los Verdes para que se les unieran, relegando al SPD a la oposición junto a Die Linke.

Pasados unos años, los partidos alemanes de izquierdas podrían quizá haber superado sus diferencias. Los Verdes, sin embargo, no estaban interesados en unirse a un Gobierno de centro-derecha. La única opción que quedaba (aparte de unas nuevas elecciones, que nadie quería) era una gran coalición entre la

CDU/CSU y el SPD. Aunque los partidos de izquierda habían ganado más votos y más escaños en el Bundestag, el resultado fue un Gobierno dirigido por la canciller Angela Merkel, de la CDU. Aunque no se embarcó en nuevos recortes del sistema alemán de beneficios sociales, la gran coalición aseguró la supervivencia de la Agenda 2010 y de Hartz IV.[190]

El impacto de Hartz IV a menudo se exagera. El paupérrimo crecimiento salarial de Alemania y la subinversión no eran consecuencia de los recortes en el sistema de bienestar, sino de decisiones tomadas en la década de 1990 por las élites alemanas. Algunos alemanes que previamente habían recibido subsidios fuera del sistema tradicional de seguridad social se beneficiaron de los cambios. No obstante, las políticas de la coalición rojiverde reforzaron la debilidad del gasto doméstico alemán y el aumento concomitante del superávit por cuenta corriente. Según el economista Christian Odendahl, Hartz IV «cambió los parámetros del sistema, de uno que protegía los niveles de vida indefinidamente por uno que ofrecía una protección temporal seguida de unos ingresos mucho menores, y con unas condiciones estrictas asociadas».[191]

El efecto más claro de la ley fue un crecimiento paulatino de la tasa de pobreza, particularmente para alemanes que tenían trabajo. En 2005, el primer año con datos, solo un 5 por ciento de los trabajadores alemanes estaba en riesgo de pobreza. Hacia 2015 esa proporción se había doblado al 10 por ciento. Esto fue consecuencia del paso a trabajos a tiempo parcial mal pagados. Desde mediados de la década de 1990, más de la mitad del incremento neto del empleo en Alemania provenía de trabajadores autónomos y a tiempo parcial. El empleo a tiempo completo cayó durante una década y sigue siendo menor que en 1995. Casi el 30 por ciento de todos los empleos en Alemania son hoy a tiempo parcial, aproximadamente el doble de la proporción a comienzos de la década de 1990. La mayor parte de estos trabajadores adicionales, en otras circunstancias, se habrían jubilado anticipadamente. En la década de 1990, menos del 40 por ciento de los alemanes de entre cincuenta y cinco y sesenta y cuatro años trabajaban. Esa proporción creció paulatinamente a partir de 2003, y ahora está por encima del 70 por ciento.

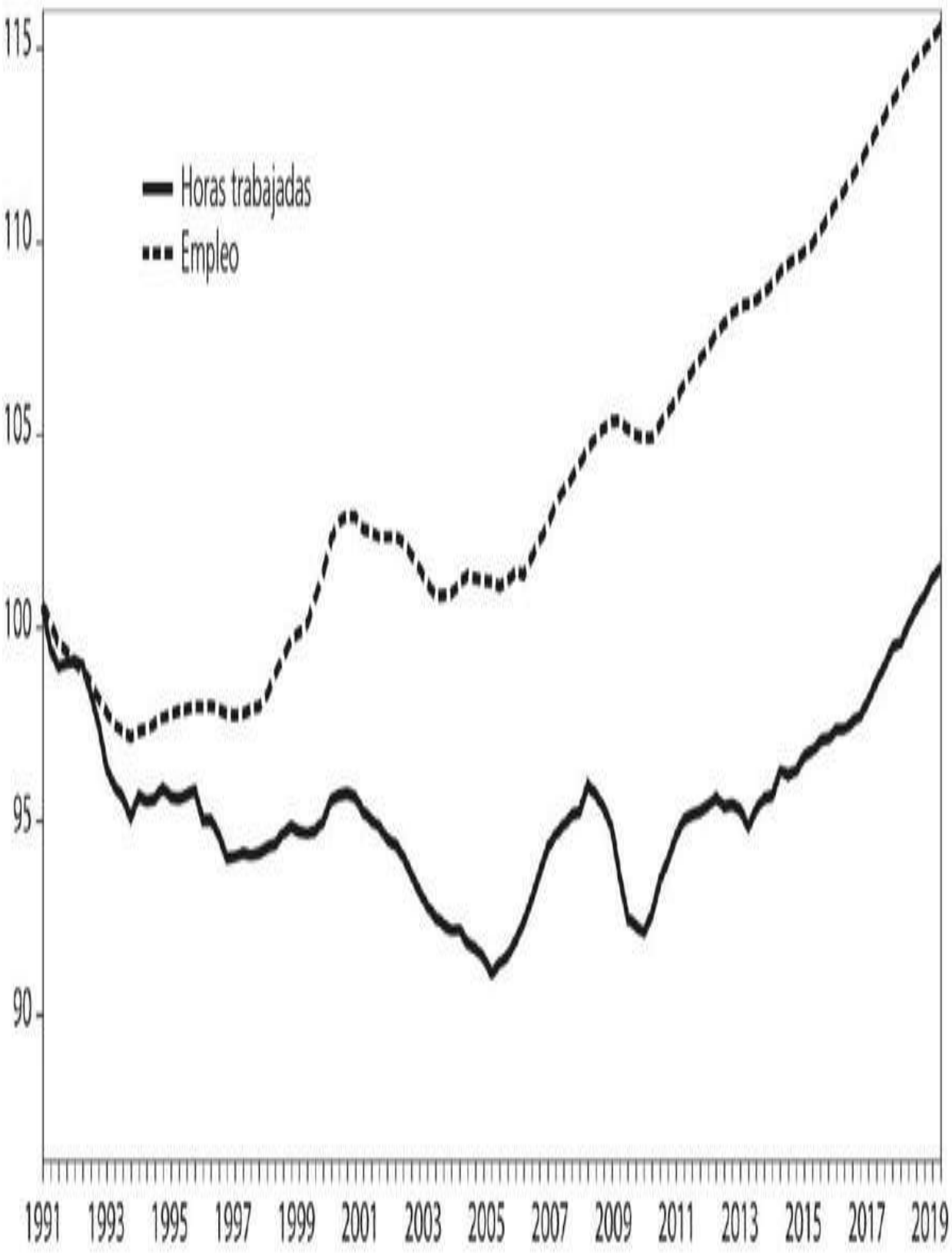
115
110
105
100
95
90
Horas trabajadas
Empleo
1991
1993
1995
1997
1999
2001
2003
2005
2007
2009
2011
2013
2015
2017
2019

Figura 5.3. El «milagro» del empleo en Alemania (personas trabajando versus horas trabajadas, enero de 1991 = 100). Fuentes: Destatis; cálculos de Matthew Klein.

Cuando se les obligaba a ello, los alemanes eran capaces de encontrar trabajo. Pero los trabajos estaban tan mal pagados que a menudo los trabajadores estaban peor que cuando cobraban el subsidio de desempleo. El porcentaje de alemanes que afirmaban ser incapaces de afrontar un gasto inesperado creció de un 25 por ciento en 2005 a un 41 por ciento solo un año más tarde, una vez que Hartz IV entró en vigor. Para 2017, más del 30 por ciento de los alemanes se sentían incapaces de afrontar un gasto inesperado. En vísperas de la crisis financiera de 2008, el porcentaje de alemanes con «severa privación material» era significativamente mayor que en Austria, Francia, los Países Bajos y España. El empleo creció, pero no el bienestar.[192]

Marcel Fratzscher, el presidente del Instituto Alemán de Investigación Económica, cree que el impacto de la Agenda 2010 fue mayor que cualquier política específica. Fue más bien un «punto de inflexión psicológico para la economía y la sociedad alemanas […] reflejado en las acciones de empleadores, asociaciones empresariales y sindicatos». Desde esta perspectiva, el momento más importante del discurso de Schröder del 14 de marzo fue cuando advirtió a los sindicatos contra la «inflexibilidad dogmática» y el «fariseísmo» en sus contratos laborales.[193]

Esta exhortación no vino acompañada de ninguna legislación, pero los trabajadores y los jefes entendieron el mensaje. En la década de 1990, un número cada vez menor de trabajadores consiguieron unos modestos incrementos salariales. La paga por hora y los beneficios sociales cayeron casi un 5 por ciento entre 2001 y 2007, después de sustraer el impacto de la inflación. Después de impuestos, beneficios sociales e inflación, el ingreso de la unidad familiar media alemana era ligeramente inferior en 2013 que en 1999.[194]

Verteilungskampf (la lucha por la distribución) y el exceso de ahorro alemán

Los alemanes ricos lo tuvieron mejor tras la reunificación y la crisis financiera global. Esto fue la consecuencia de las decisiones tomadas por las empresas y el Gobierno, que cumulativamente tuvieron el efecto de redistribuir poder de compra de aquellos que era más probable que se lo gastasen en bienes y servicios hacia aquellos que era más probable que acumulasen activos financieros.

En primer lugar, la obsesión de la élite alemana con la competitividad internacional permitió un cambio masivo del equilibrio entre trabajadores y propietarios de capital. A mediados de la década de 1990, alrededor del 25 por ciento del valor añadido neto de las empresas no financieras iba a los accionistas, los acreedores y los propietarios, y el resto a los trabajadores. Las proporciones respectivas comenzaron a cambiar a finales de la década de 1990. Hacia 2007, el porcentaje del capital se había incrementado a un 36 por ciento. El porcentaje del trabajo cayó en paralelo alrededor de 12 puntos porcentuales. Ese mismo año, un estudio del Bundesbank señaló que «el sector industrial, que está, en su conjunto, sujeto a una presión competitiva internacional especialmente dura, ha visto cómo sus ingresos sobre activos fijos se han incrementado notablemente desde mediados de la década de 1990». Alrededor de dos tercios del incremento total de la renta nacional de Alemania entre 2000 y 2007 proviene del rápido crecimiento de la renta de capital, más que de un aumento de la compensación a los empleados.

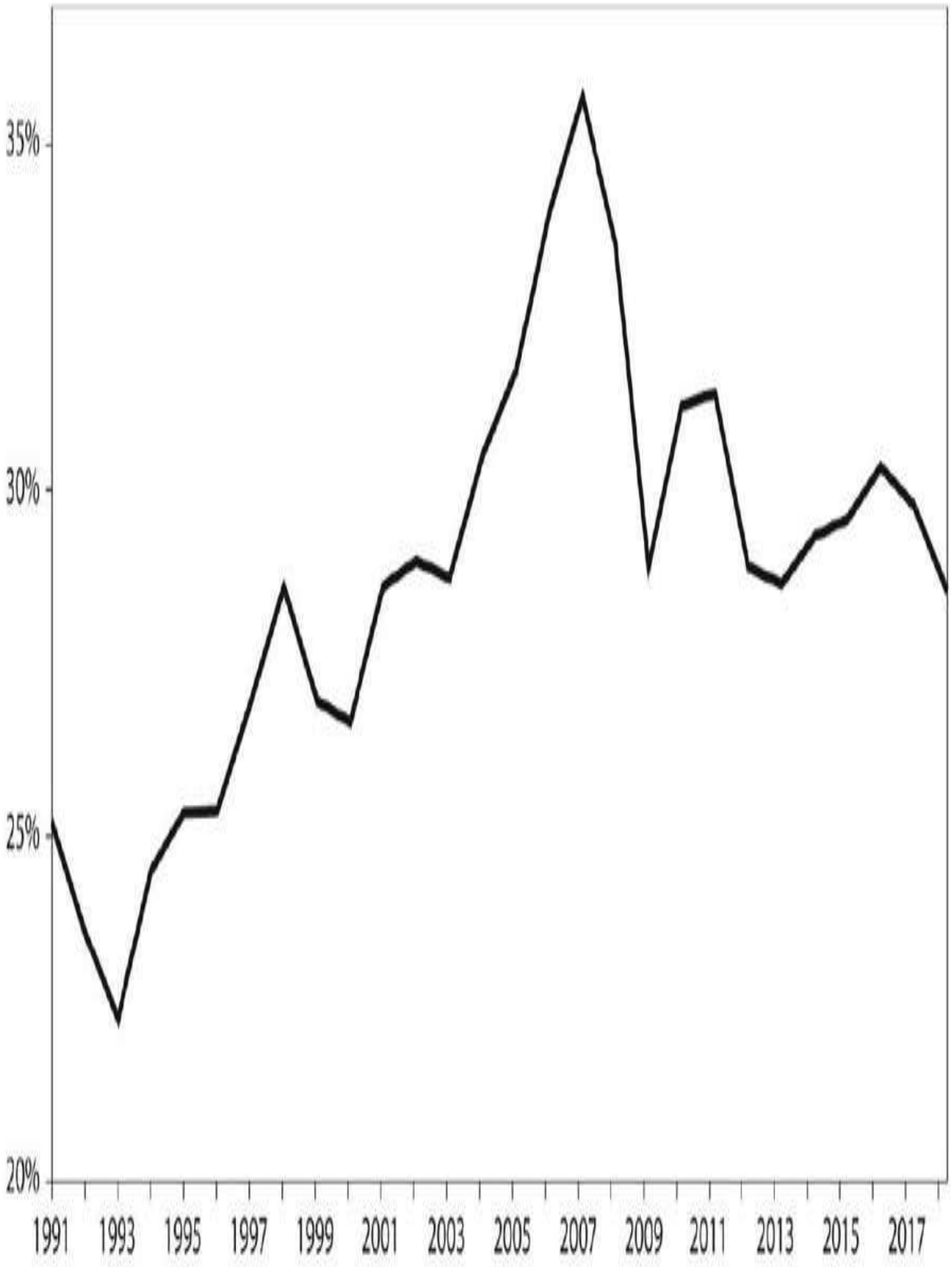
35%
30%
25%
20%
1991
1993
1995
1997
1999
2001
2003
2005
2007
2009
2011
2013
2015
2017

Figura 5.4. La guerra de clases en Alemania (superávit operativo neto de las corporaciones alemanas no financieras como porcentaje del valor neto añadido). Fuentes: Destatis; cálculos de Matthew Klein.

Según el Bundesbank, dos factores fueron especialmente importantes para llegar a ese resultado. En primer lugar, «la moderación salarial y la reducción de los pagos no centrales reajustaron la estructura de la remuneración del trabajo». En segundo lugar, las empresas habían trasladado «las actividades de producción que requieren una fuerza de trabajo de baja remuneración a países extranjeros con una estructura de costes (salarios) más favorable». En otras palabras, las empresas alemanas habían impulsado su rentabilidad a costa de los empleados alemanes reduciendo salarios e inversión de capital en el país, derivando trabajo a contratistas baratos y deslocalizando operaciones al exterior.

Dado que los trabajadores también son clientes, unos recortes salariales que afecten a toda la economía normalmente no consiguen incrementar los beneficios. Las compañías alemanas consiguieron salir adelante con ello porque podían evitar el moribundo mercado doméstico alemán vendiendo al extranjero. Entre 1991 y 1999, el sector corporativo alemán tuvo un déficit por cuenta corriente medio de alrededor de un 2 por ciento del PIB. Las corporaciones necesitaban financiación externa para cubrir la diferencia entre sus necesidades de inversión y el flujo de caja derivado de sus operaciones. Desde comienzos de la década de 2000, sin embargo, las empresas alemanas han sido ahorradoras perennes y han generado de manera constante un superávit de más del 2 por ciento del PIB. La combinación de ingresos sostenidos de exportaciones y menor gasto doméstico llevó mecánicamente a una mayor tasa nacional de ahorro y a un mayor superávit por cuenta corriente.[195]

En teoría, la transferencia de los ingresos del trabajo a los del capital no habría supuesto mucha diferencia para personas que trabajasen y tuviesen activos. En la práctica, sin embargo, la riqueza —y por tanto las rentas del capital— en Alemania está extremadamente concentrada. De media, los alemanes son más ricos que casi todo el resto de Europa. El alemán medio es alrededor de un 50 por ciento más rico que el italiano medio y el doble de rico que el español medio. Sin embargo, la distribución de la riqueza es tan desigual en Alemania

que el hogar medio alemán es mucho más pobre que el hogar medio español y solo aproximadamente igual de rico que el hogar medio griego o polaco. De acuerdo con una encuesta comprehensiva llevada a cabo por el Banco Central Europeo, los alemanes con menores ingresos tienen menos riqueza neta, en términos absolutos, que los estonios y los húngaros con menores ingresos. Muchos alemanes o bien no tienen activos o bien tienen una deuda mayor que los activos que poseen.

La distribución sesgada de la riqueza se ve exacerbada por los tipos de activos en manos de los alemanes más ricos. Solo el 10 por ciento de los hogares alemanes poseen directamente acciones de empresas, y solo el 13 por ciento posee acciones en fondos de inversión (probablemente, hay un solapamiento significativo entre estos dos grupos). Lo que es más importante, el 90 por ciento de todos los negocios en Alemania —que suponen más de la mitad de todo el flujo de caja corporativo— son empresas familiares propiedad de solo el 10 por ciento de los hogares alemanes. Estas empresas pasan de generación en generación porque están en gran medida exentas del impuesto de sucesiones, siempre que se mantenga el empleo durante siete años tras el cambio de titularidad.[196]

El resultado perverso es que la tasa impositiva efectiva sobre las herencias alemanas de más de diez millones de euros es de alrededor del 1 por ciento, mientras que para herencias de cien mil a doscientos mil euros es de aproximadamente un 14 por ciento. Un cambio legal de 2016 retocó modestamente las exenciones, pero la desigualdad básica permanece.

La desigualdad de riqueza siempre ha sido alta en Alemania, pero se volvió más extrema a partir de mediados de la década de 1990. En gran medida esto fue la consecuencia natural de una creciente desigualdad de ingresos, dado que la riqueza proviene de la acumulación de los ingresos. Las elecciones de políticas también jugaban un papel, sin embargo. Prusia comenzó a poner impuestos sobre la riqueza neta en la década de 1890, y Alemania en su conjunto, en la de 1920. Sin embargo, en 1995, el Tribunal Constitucional alemán los prohibió. El impuesto fue oficialmente abolido en 1997. Aparte del impacto inmediato de incremento de la riqueza de los pocos alemanes que habían estado expuestos a ese impuesto, el cambio también aumentó la tasa de rentabilidad efectiva de los ahorros. Eso fomentó el que los alemanes con mayores ingresos gastasen menos para acumular más. Según una estimación, el impacto del cambio fiscal aumentó la tasa de ahorro de los hogares alemanes en varios puntos porcentuales.

La decisión del Tribunal Constitucional se basaba en el argumento razonable de que el impuesto sobre la riqueza neta era injusto porque trataba a la propiedad residencial de manera distinta a otros tipos de activos. En este caso, era una política que, además, favorecía a la minoría rica. A diferencia de muchos otros países, los impuestos alemanes a la propiedad no se basan en el valor de mercado. Se basan más bien en valoraciones que se remontan o bien a 1964 (en la antigua Alemania Occidental) o a 1935 (en la antigua Alemania Oriental). El resultado es que la carga fiscal sobre la propiedad es mucho menor que en otros países, como Estados Unidos.

Esto es regresivo, porque solo el 44 por ciento de los hogares alemanes son propietarios de su vivienda principal. Es uno de los porcentajes más bajos del mundo rico. Más aún, los propietarios de vivienda alemanes son mucho más ricos que la mayoría de los alemanes que alquilan. Según el Bundesbank, el propietario de vivienda medio con una hipoteca tiene una riqueza neta más de catorce veces mayor que el inquilino medio. No obstante, la mayoría de los propietarios de vivienda alemanes no tienen una hipoteca. La riqueza media neta de estos hogares es más de veintiséis veces la del inquilino medio. Parte de la explicación es que una tercera parte de los propietarios de vivienda alemanes tienen múltiples propiedades residenciales que alquilan a otros. Es también mucho más probable que los propietarios de vivienda sean dueños de uno de los muchos negocios familiares que hay en Alemania. Un estudio reciente descubrió que en Alemania, a diferencia de otros países, unos alquileres cada vez más caros suponen una sistemática transferencia de renta de personas de bajos ingresos a personas de altos ingresos.[197]

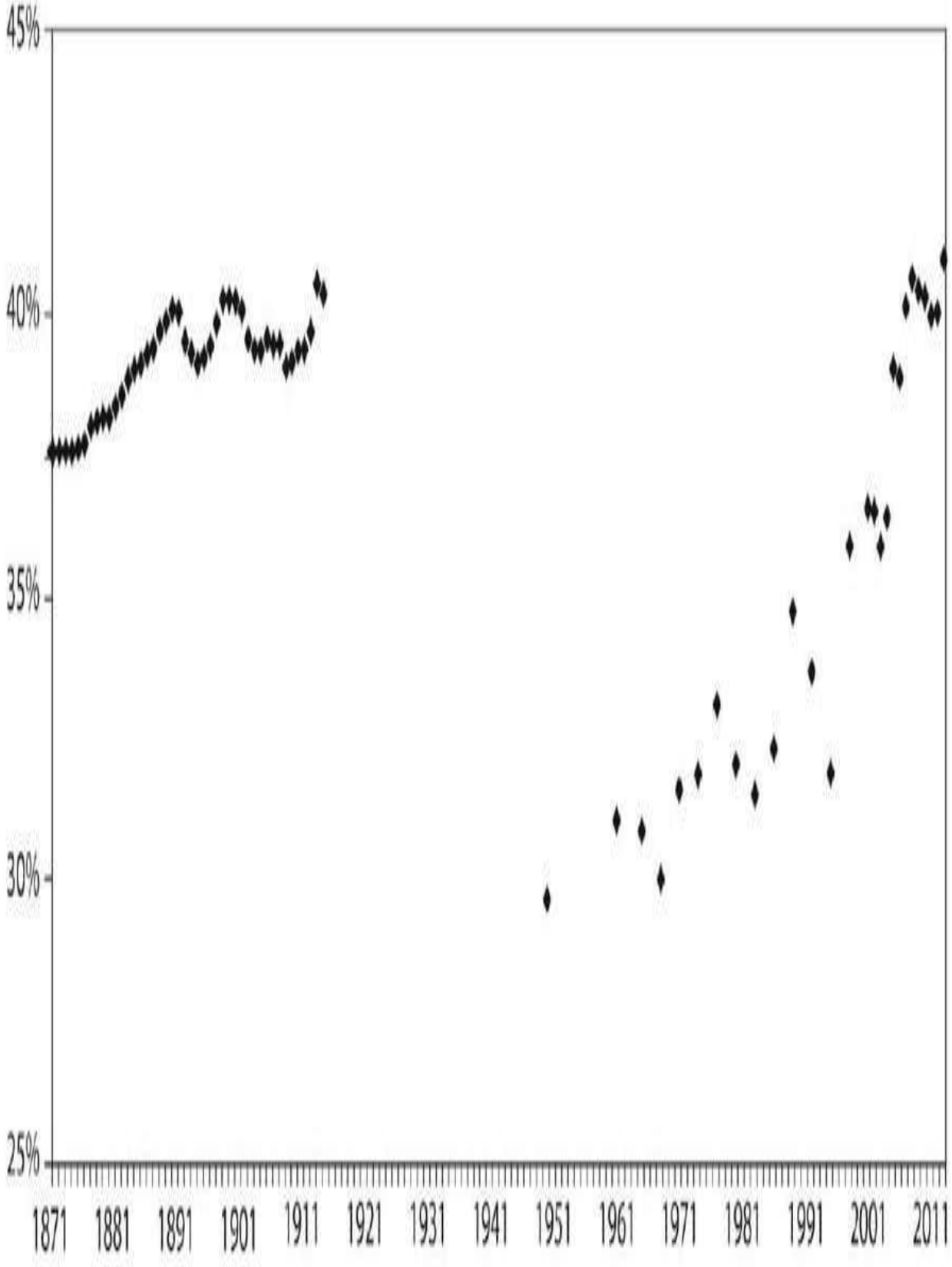
45%
40%
35%
30%
25%
1871
1881
1891
1901
1911
1921
1931
1941
1951
1961
1971
1981
1991
2001
2011

Figura 5.5. Verteilungskampf (porcentaje de la renta nacional alemana en manos del 10 por ciento más rico). Fuente: Charlotte Bartels, a partir de la World Inequality Database (Base de Datos sobre Desigualdad Mundial).

También se incrementó la desigualdad entre trabajadores. Parte de ello se debió al debilitamiento continuo de los sindicatos. La pertenencia a sindicatos, que había caído en un tercio entre 1991 y 2000, cayó otro 25 por ciento entre 2000 y 2010. Esto ha ido acompañado de un colapso en el porcentaje de trabajadores alemanes cubiertos por la negociación colectiva: mientras que más del 80 por ciento de los trabajadores alemanes habían estado cubiertos por la negociación colectiva a mediados de la década de 1990, menos del 45 por ciento lo están en la actualidad. Los economistas estiman que «los salarios alemanes en 2008 habrían sido mayores si la cobertura sindical hubiese sido como en 1995 a todo lo largo de la distribución salarial, pero la diferencia es particularmente importante en el extremo más bajo de la misma».

La desigualdad aumentó incluso dentro de las filas de los trabajadores sindicados gracias al reemplazo de la negociación colectiva por sector por acuerdos locales negociados por «consejos laborales» individuales. Los salarios reales en la porción mayor de la distribución crecieron, mientras que los ingresos de los trabajadores en la mitad inferior cayeron. El resultado combinado, según un estudio, es que «la concentración de los ingresos en el decil superior en Alemania es hoy aún mayor que durante el periodo de la industrialización de 1871-1913».[198]

Esta concentración de la renta fue lo suficientemente sustancial como para deprimir el gasto de los hogares alemanes. El Bundesbank estimó en 2007 que más de una cuarta parte del incremento total de la tasa de ahorro desde el año 2000 podría ser explicado exclusivamente por los cambios en la distribución de la renta. Tal como dijo el banco, «la distribución de la renta ha cambiado a favor de los sectores de la población que tienden a ahorrar más». Los alemanes pobres, como los de todo el mundo, no ahorran nada porque necesitan cada euro para sostener sus modestos niveles de vida. Los alemanes ricos, como los de todo el mundo, tienen unas tasas de ahorro mucho mayores; algunos ahorran más del 40 por ciento de su renta. El cambio señalado por el Bundesbank era atribuible

principalmente a cambios en los salarios del mercado, pero fue exacerbado por las políticas de menores impuestos y menos gasto social del Gobierno rojiverde.

El Bundesbank identificó otras dos explicaciones para la «excepcional» y «muy inusual» debilidad del consumo real de los hogares desde el año 2000, y ambas pueden asociarse a las preferencias de las élites empresariales alemanas. En primer lugar, el estancamiento de los ingresos de los trabajadores desde la década de 1990 —que fue asimismo la consecuencia de las «contramedidas decisivas» tomadas por las compañías alemanas en respuesta a la «competencia por parte de las economías emergentes y los países en transición»— convenció razonablemente a los alemanes corrientes de que necesitarían ahorrar dinero hoy para garantizar sus niveles de vida en el futuro. En segundo lugar, la tasa de ahorro creció a medida que «los hogares se han vuelto más conscientes de las tensiones en los sistemas públicos de seguridad social». Los alemanes estaban compensando por las expectativas de recortes a sus pensiones públicas. Lo que el Bundesbank denominaba eufemísticamente «correcciones permanentes a los derechos de pensiones actuales» sería el equivalente económico de una gran reducción en el valor neto de un hogar típico. La respuesta racional a esta «pérdida (anticipada) de riqueza» fue ahorrar más «a costa del consumo actual». [199]

Cómo contribuyó la debilidad doméstica de Alemania a la crisis del euro

La transformación de Alemania no habría sido posible sin los vínculos comerciales y financieros que conectaban al país con el resto del mundo. Si Alemania hubiese sido una economía cerrada, su moribunda inversión, sus estrictos presupuestos públicos y sus salarios decrecientes habrían forzado a la baja el gasto doméstico y limitado el aumento de los beneficios corporativos. La producción y los ingresos no habrían crecido más rápido que el gasto. Esa es la idea detrás de la «paradoja de la frugalidad» de Keynes. El ahorro nacional no habría cambiado, no habría habido superávit comercial y no habría habido ningún impacto en otros países.

Sin embargo, Alemania no era una economía cerrada. Más de una cuarta parte del valor generado por los trabajadores y el capital alemanes era enviado al

exterior antes de 2008, principalmente a los vecinos europeos de Alemania. Las empresas alemanas pudieron evitar el estancamiento en su mercado doméstico vendiendo a clientes de otros países. Los ingresos crecieron dramáticamente a medida que los costes (salarios) se mantenían constantes y los ingresos de las exportaciones aumentaban en línea con el crecimiento global. El bajo gasto alemán generó un superávit de ingresos que fue empleado para acumular activos financieros extranjeros, que a su vez sostenían la demanda externa de exportaciones alemanas e impulsaban la rentabilidad de las empresas. La distribución crecientemente desigual de la renta en Alemania transfirió, de hecho, poder adquisitivo de los trabajadores alemanes a consumidores del resto del mundo. El Informe de País sobre Alemania de julio de 2019 del Departamento Europeo del FMI encontró una relación casi perfecta entre los cambios en la balanza por cuenta corriente y los cambios en el porcentaje de los ingresos dirigidos a los hogares más ricos.[200]

Este proceso dependía de la disposición de otros a absorber los flujos financieros al exterior de Alemania, gastando mucho más de lo que ganaban y pidiendo prestada la diferencia. Los déficits en otros países eran la contrapartida necesaria de los superávits de Alemania. Antes de la crisis financiera, esto significaba que los alemanes ricos y las compañías que estos controlaban financiarían el gasto de sus vecinos europeos acumulando billones de euros de activos financieros extranjeros.

Desde principios de 2002 hasta el comienzo de la crisis a finales de 2008, los residentes alemanes gastaron colectivamente alrededor de 702.000 millones de euros menos de lo que ganaban. Este superávit acumulado por cuenta corriente fue igualado por un flujo al exterior financiero neto equivalente. A lo largo de ese periodo, los residentes alemanes compraron un poco más de 2,7 billones de euros en activos del exterior, mientras que los extranjeros compraban justo 2 billones de euros en activos alemanes. La inversión directa en compañías y fábricas suponía solo el 15 por ciento de estos flujos transfronterizos y solo el 22 por ciento del superávit global de Alemania.

El superávit por cuenta corriente de Alemania anterior a la crisis —y el déficit correspondiente en el resto del mundo— fue reciclado en el exterior por los bancos alemanes. Del total de 2,7 billones de euros del país destinados a flujos financieros al exterior, un poco más de 1,6 billones de euros pueden ser atribuidos a la compra de bonos y concesiones de créditos en el exterior por parte de bancos alemanes. Esos bancos recaudaron justo por debajo de 900.000

millones de euros de clientes extranjeros entre enero de 2002 y septiembre de 2008, frente a un flujo al exterior neto de ahorradores alemanes de 739.000 millones de euros. En otras palabras, solo los bancos fueron responsables de más del 100 por cien de los flujos financieros netos al exterior desde Alemania. La concesión de créditos masivos al exterior era la única forma en la que los bancos podían reconciliar una débil demanda crediticia alemana y unos enormes ahorros alemanes.

Aunque los hogares y las empresas alemanes también adquirieron activos extranjeros, recaudaron suficiente dinero proveniente del extranjero para limitar el flujo financiero total hacia el exterior a solo 400.000 millones de euros a lo largo de ese mismo periodo. De ese superávit, solo 150.000 millones pueden explicarse por las inversiones en capacidad productiva fuera de Alemania por parte de las compañías alemanas no financieras. Mientras tanto, el Gobierno alemán vendió parte de sus activos extranjeros y pidió prestados alrededor de 370.000 millones de euros vendiendo bonos a ahorradores del resto del mundo. Estos flujos hacia el interior compensaron de sobra los flujos netos al exterior desde el sector privado doméstico.[201]

El crédito bancario alemán viajaba al exterior en muchas ocasiones a través de los bancos locales de otros países, más que a través de préstamos directos a prestatarios extranjeros. A comienzos de 2002, los bancos alemanes tenían alrededor de 490.000 millones de euros en préstamos pendientes a agentes no bancarios extranjeros y alrededor de 500.000 millones de euros en préstamos a bancos extranjeros. En su punto álgido, en octubre de 2008, el crédito al sector extranjero no financiero había crecido hasta los 860.000 millones de euros (un incremento de alrededor de 370.000 millones de euros), mientras que el crédito a bancos fuera de Alemania se había disparado hasta más de 1,3 billones de euros (un incremento de aproximadamente 850.000 millones de euros). El crédito total a extranjeros se había multiplicado por más de dos en menos de seis años, y un 70 por ciento de ese crecimiento consistía en préstamos a bancos extranjeros.

Los grandes bancos internacionales alemanes, como Deutsche, Dresdner y Commerzbank, no fueron los principales contribuyentes a esta burbuja: solo fueron responsables del 31 por ciento del crecimiento total del crédito bancario alemán al exterior entre comienzos de 2002 y octubre de 2008. Los bancos públicos alemanes Landesbanken jugaron un papel mucho mayor, especialmente después de que perdieran acceso a las garantías gubernamentales sobre su deuda en 2005. Esos subsidios habían contenido sus costes de financiación y hecho que

les valiese la pena prestar a compañías industriales alemanas familiares pequeñas y medianas. Sin embargo, sin apoyo estatal, los préstamos a bajo interés a ahorradores seguros dejaron de ser rentables. A pesar de estar terriblemente mal preparados para invertir fuera de sus mercados locales, los Landesbanken decidieron buscar oportunidades en el exterior. Entre enero de 2005 y octubre de 2008, el 46 por ciento del crecimiento total del crédito bancario alemán al extranjero fue obra de los Landesbanken.[202]

Aunque los bancos alemanes fueron actores principales en el boom de las hipotecas en Estados Unidos, esa actividad fue financiada principalmente por dólares provenientes de Estados Unidos, más que por los ahorradores alemanes. No se reflejó como un flujo neto en la balanza de pagos. Sin embargo, los alemanes sí financiaron directamente los déficits por cuenta corriente de sus vecinos europeos a través de sus bancos. Todo el crecimiento del crédito neto de los bancos alemanes estaba esencialmente denominado en euros, y en su gran mayoría puede explicarse por el boom del crédito alemán a solo tres países: Irlanda, Italia y España. Los bancos alemanes no eran los únicos en prestar a estos países, ni de lejos —los neerlandeses, franceses y suizos también jugaron un papel significativo—, pero los bancos alemanes fueron de manera constante los mayores acreedores de los que se convertirían en los países en crisis de Europa, especialmente España.[203]

La contrapartida de estos booms de crédito fueron booms de deudas en otros lugares, especialmente en países con una mayor inflación y en los que, a pesar de ello, los tipos de interés estaban convergiendo con los niveles alemanes. Los bancos españoles, por ejemplo, pasaron de deber alrededor de 300.000 millones de euros al resto del mundo en 2002 a unos 800.000 millones a mediados de 2008. Otros negocios y hogares españoles también acumularon deuda extranjera. Los españoles pasaron de deber 160.000 millones de euros al resto del mundo a comienzos de 2002 a deber 650.000 millones de euros a mediados de 2008. En un periodo de seis años, más de un billón de euros se convirtieron en crédito del sector privado español con el resto del mundo, lo que en la práctica significaba con otros miembros de la zona euro. Las deudas del Gobierno español con el resto del mundo, por su parte, no aumentaron durante el boom y cayeron dramáticamente como porcentaje del PIB español.

Estos préstamos extranjeros no fueron igualados por una adquisición comparable de activos en el resto del mundo: los residentes españoles acumularon únicamente 380.000 millones de euros líquidos en activos extranjeros desde el

comienzo de 2002 hasta mediados de 2008. El resultado fue que las obligaciones netas de los españoles con el resto del mundo se dispararon desde aproximadamente 250.000 millones de euros en 2002 hasta alrededor de 900.000 millones de euros en vísperas de la crisis.[204]

Estas deudas financiaron el gasto de los españoles, muy por encima de sus ingresos. El consumo y la inversión españoles crecieron conjuntamente alrededor de un 30 por ciento más que la producción española entre comienzos de 2001 y finales de 2007. La creciente diferencia entre la demanda doméstica española y su producción doméstica tuvo que ser cubierta por importaciones, que llevaron a que el déficit comercial español creciese desde aproximadamente un 2 por ciento del PIB a un 6 por ciento. El problema no era la competitividad: el volumen de las exportaciones españolas creció a un ritmo respetable, en paralelo con el PIB español, durante toda la década de 2000, y el porcentaje de España del comercio intraeuropeo se mantuvo constante a lo largo de ese periodo. El problema era que las importaciones españolas crecieron más del doble que las exportaciones.[205]

España no era, ni de lejos, un caso único. En Italia, la deuda externa bruta casi se dobló de 1 billón de euros a 1,9 billones. En Portugal, la deuda externa se dobló, desde aproximadamente 160.000 millones de euros a 340.000 millones de euros. En Grecia, las deudas con el extranjero se multiplicaron por más de tres, de alrededor de 100.000 millones de euros en 2001 a alrededor de 330.000 millones de euros a mediados de 2008. El caso más extremo fue Irlanda. Los residentes irlandeses, particularmente los absurdamente sobredimensionados bancos irlandeses, cuadruplicaron su deuda con el extranjero, desde alrededor de 450.000 millones a 1,8 billones. La deuda externa también se cuadruplicó en Eslovenia y se multiplicó por más de cuatro en los países bálticos en el mismo periodo, aunque partiendo de un nivel mucho más bajo. Todos juntos, los países de la crisis de la zona euro asumieron casi 4 billones de euros en deuda extranjera entre 2001 y 2008. Durante el mismo periodo, su balance colectivo por cuenta corriente pasó de un déficit de menos del 2 por ciento del PIB a un déficit de más del 7 por ciento.[206]

Solo en raras ocasiones, si es que alguna vez ha pasado, ha podido una sociedad pedir prestado tanto en tan poco tiempo y usar el dinero productivamente. Aunque la borrachera de deuda financió algunos proyectos valiosos, como la red de ferrocarril de alta velocidad en España y las mejoras realizadas por Grecia en el metro de Atenas, gran parte de la deuda se despilfarró en proyectos como el

apropiadamente llamado Aeropuerto Don Quijote, que abrió en 2009 y había sido construido para acomodar a diez millones de pasajeros al año a pesar de estar a más de dos horas de Madrid —o de cualquier otro destino español apetecible—. El paisaje irlandés se vio inundado de campos de golf que fueron rápidamente abandonados.[207]

El aumento enorme de las importaciones y el atracón de inversiones despilfarradoras fueron las consecuencias casi inevitables de los flujos financieros hacia el interior provenientes de los países con superávit, particularmente Alemania. El boom de gasto no tuvo nada que ver con rasgos culturales, con el tiempo o con la diferencia entre católicos y protestantes. Como demuestra la propia experiencia de Alemania en la década de 1870, una avalancha de dinero barato produce las mismas respuestas en todos lados. Un aumento de la valoración de los inmuebles y de los precios de las acciones hace que la gente se sienta más rica y la anima a gastar por encima de sus ingresos actuales. Al mismo tiempo, unos bancos cargados de financiación del exterior necesitan incrementar sus créditos; y lo hacen bajando los estándares. Algunos Gobiernos, como en el caso de Grecia, aprovecharon la oportunidad para endeudarse de manera barata, pero esto fue secundario ante los mucho mayores booms de deuda privada. Los residentes alemanes no fueron los únicos culpables de las decisiones que generaron los desequilibrios precrisis en Europa, pero el bajo consumo y la baja inversión alemana fueron los factores subyacentes más importantes.

Dada su pertenencia a la zona euro, los países de la crisis no podían subir los tipos de interés durante el boom. Tampoco podían enfrentarse a los cambios de ciclo subsiguientes depreciando la moneda y haciendo que el banco central comprase bonos. El carecer de las herramientas estándares para gestionar los ciclos económicos los puso en una situación precaria. Algunos piensan que España y los otros países podrían haber mitigado el impacto de la crisis aumentando los impuestos y recortando el gasto público antes de 2008. Desde este punto de vista, los superávits financieros habrían compensado los déficits privados para generar una balanza global por cuenta corriente y compensar los cambios en el comportamiento privado. Incluso aunque eso pudiese funcionar sin simplemente fomentar más endeudamiento de los hogares y las empresas, los economistas Philippe Martin y Thomas Philippon estimaron que esa estrategia «requiere una reducción de la deuda [pública] que pensamos que es poco realista».[208]

Desde 2008, los bancos alemanes han optado por la consolidación, recortando casi 800.000 millones de euros de su cartera de préstamos extranjeros. Más de la mitad de esta reducción puede ser atribuida a los Landesbanken, que han recortado su crédito a extranjeros a solo 274.000 millones de euros —el mismo nivel que en 2001—. Esto no afectó al superávit de Alemania por tres razones. En primer lugar, alrededor de 600.000 millones de euros de activos bancarios alemanes fueron endosados en la práctica al balance contable del sector público a través del sistema Target2 del Banco Central Europeo y por medio de préstamos del Gobierno alemán a prestatarios en el resto del bloque monetario.

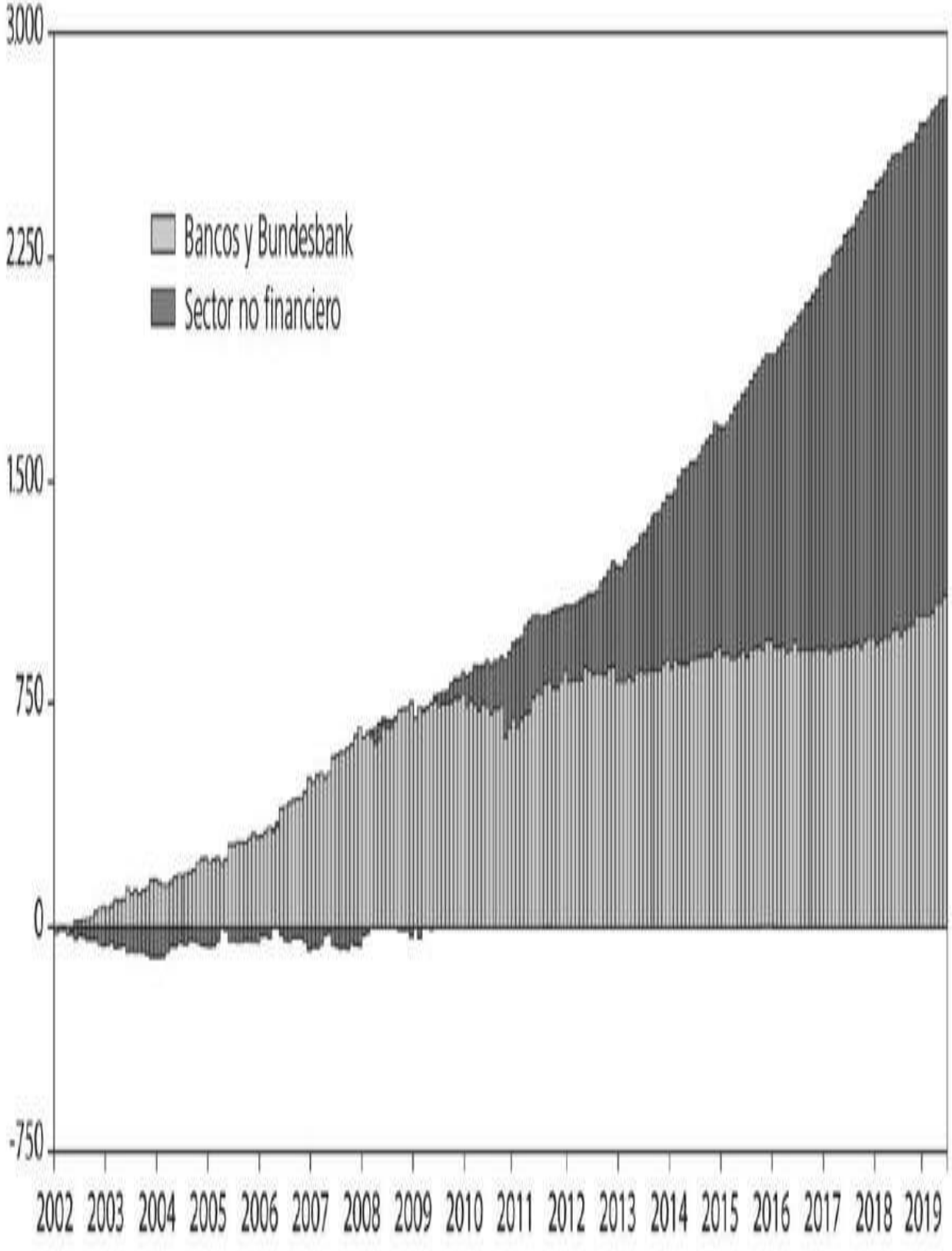
3000
2250
1500
750
0
-750
Bancos y Bundesbank
Sector no financiero
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
2016
2017
2018
2019

Figura 5.6. Cómo invierten los alemanes en el exterior (flujos financieros al exterior acumulados netos por sector, miles de millones de euros). Fuente: Deutsche Bundesbank; cálculos de Matthew Klein.

En segundo lugar, los hogares alemanes y los negocios no bancarios pasaron de usar bancos para invertir en el exterior a usar bonos, seguros de vida y pensiones. Sus pautas de ahorro y gasto subyacentes no cambiaron. Finalmente, los ahorradores del resto del mundo dejaron de comprar activos alemanes. El Gobierno alemán y el Bundesbank recuperaron casi 350.000 millones de euros en deuda de ahorradores extranjeros y, al mismo tiempo, casi no emitieron nueva deuda dirigida a ahorradores domésticos, mientras que los bancos alemanes redujeron sus pasivos extranjeros en más de 520.000 millones de euros.[209]

El consenso alemán sobre la crisis es que fue causada por el despilfarro de los prestatarios de los países vecinos. La irresponsabilidad de los prestamistas alemanes no fue considerada significativa, ni las desigualdades estructurales de la economía alemana, que, en última instancia, produjeron un exceso de ahorro y necesariamente generaron desahorro en otros sitios. Esta perspectiva tan miope naturalmente llevó a la élite alemana a recomendar que sus vecinos se pareciesen a Alemania. El enfoque del Gobierno se ha caracterizado por lo que la revista alemana Der Spiegel denomina «imperialismo pedagógico». Se suponía que el resto de Europa tenía que seguir el ejemplo de Alemania de recortes sociales tipo Hartz IV y, lo que era más importante, su recién descubierto compromiso constitucional con la austeridad fiscal.[210]

El Schuldenbremse: la camisa de fuerza fiscal de Alemania

Desde 1969 hasta 2010, el artículo 115 de la Ley Fundamental de Alemania había establecido que la deuda pública debería estar limitada por el gasto en inversión, aunque se permitía una deuda adicional en caso de «dificultades» económicas. En vísperas de la crisis, los políticos alemanes acordaron un cambio fatídico a esta provisión. Reemplazaron la regla de oro con un nuevo límite

constitucional a la deuda a niveles federal, estatal y municipal conocido como el Schuldenbremse —literalmente, el «freno de la deuda»—. No era un compromiso previsor, sino un error monumental que ha ahogado la inversión alemana en infraestructura y debilitado innecesariamente el poder de compra del sector privado. Y, aun así, la clase política alemana se convenció de que había descubierto el secreto de la estabilidad macroeconómica e insistió en exportarla al resto de Europa.

El origen del freno de deuda puede encontrarse en el difícil compromiso entre los dos partidos históricamente rivales que formaron la gran coalición a finales de 2005. El Gobierno CDU/CSU-SPD carecía de un mandato electoral para hacer nada y, lo que es peor, tenía pocas opciones. Un generoso estado del bienestar, una sociedad envejecida con una población estancada y un crecimiento mínimo de la productividad hacían que una parte cada vez mayor del presupuesto se dedicase a pensiones, subsidios de desempleo, sanidad y servicio de la deuda. A comienzos de la década de 2000, solo el sistema de seguridad social y el pago de intereses consumían la mitad del presupuesto federal. Otro 25 por ciento del presupuesto iba a los subsidios por desempleo y a los salarios de los burócratas federales.

Wolfgang Streeck, el director del Instituto Max Planck para el Estudio de las Sociedades, resumió la situación afirmando que «la acumulación a lo largo del tiempo de compromisos fiscales y obligaciones legales» había «recortado los grados de libertad de la política pública». En ausencia de «oportunidades de políticas reales que marquen la diferencia», los cargos electos alemanes optaron por una «política de mera fachada» para mantener la «ilusión de la libre elección de políticas». Streeck atribuía el origen del problema a la reunificación, que había generado «una insuficiencia endémica, o crónica, de ingresos públicos» y un aumento de las demandas sobre el sistema de seguridad social. El Gobierno federal se había visto obligado a cubrir la creciente diferencia entre las contribuciones de los trabajadores y los subsidios sociales obligatorios mediante ingresos fiscales generales y, más aún, por medio de déficits presupuestarios. El resultado fue un incremento aparentemente inexorable de la deuda pública desde menos del 40 por ciento en la década de 1980 hasta casi el 70 por ciento a mediados de la década de 2000.

Streeck no recomendó ninguna solución a los problemas que había identificado, pero el consenso emergente era que había que recortar el gasto e imponer nuevas reglas para alterar permanentemente la trayectoria de la deuda pública.

Convenientemente, esto apeló a los alemanes más ricos en el próspero sudoeste, que formaban el núcleo de la centroderecha del país. Estaban cansados de pagar por la reconstrucción del este y veían en la austeridad fiscal una oportunidad para limitar más transferencias.[211]

Poco después de acceder al cargo a finales de 2005, el ministro de Finanzas del SPD Peer Steinbrück dirigió la ofensiva para desarrollar una solución permanente. Identificó varios problemas con la antigua regla de oro, incluyendo la ausencia de mecanismos de ejecución para asegurar su cumplimiento y su incapacidad de tener en cuenta las deudas implícitas creadas por compromisos no financiados en el sistema de seguridad social. Lo peor de todo era que, de acuerdo con un artículo oficial publicado posteriormente por el ministro de Finanzas alemán, «la regla existente reacciona de manera asimétrica al ciclo económico». La flexibilidad para responder a las crisis no se vio equilibrada con el imperativo de tener superávits y devolver la deuda «en épocas de bonanza cíclica o booms». Aunque Alemania no había experimentado nada parecido a una bonanza cíclica o un boom en casi veinte años, esta «asimetría» fue considerada «un gran fallo de diseño» del viejo artículo 115.

El freno de deuda resultante exige que todos los componentes del Gobierno alemán —«la Federación, los Länder, las autoridades locales y los fondos de la seguridad social, incluyendo sus entidades fuera de presupuesto»— equilibren su presupuesto combinado cada año, de media. Esto era mucho más estricto que la vieja norma porque no hacía excepciones para inversión en infraestructuras y no dejaba que el Gobierno usase ingresos por ventas de activos para pagar gastos adicionales.

Se permitía algo de flexibilidad para responder a condiciones cíclicas, pero no mucho: «Bajo el freno de deuda, la única opción de política fiscal generalmente disponible para estabilizar la economía es permitir que los estabilizadores automáticos operen en ambas direcciones». Pero hasta esta flexibilidad es limitada, dado que el Gobierno alemán no puede expandir sus estabilizadores automáticos existentes sin violar la regla de deuda. También se permiten presupuestos mayores «para cubrir desastres naturales y emergencias excepcionales», pero solo tras una votación especial en el Bundestag, y necesitan ir acompañados de un «plan de amortización vinculante» para devolver la deuda extra.

Si el freno de deuda hubiese estado en vigor antes, la política fiscal alemana

habría sido marcadamente más estricta. El FMI piensa que el déficit público alemán entre 1993 y 2010 fue de manera constante de alrededor del 2-3 por ciento de la renta nacional tras descontar el estado del ciclo económico. Imponer el freno de deuda, por tanto, habría requerido alguna combinación de mayores impuestos y menor gasto por valor de varios puntos porcentuales del PIB cada año. El Ministerio de Finanzas de Alemania estimó en 2009 que el Gobierno se habría endeudado en solo 55.000 millones de dólares entre 2000 y 2008 si hubiese estado limitado por el freno de deuda. En realidad, el gasto excedió los ingresos fiscales en alrededor de 240.000 millones de dólares en ese periodo. Resulta revelador que el análisis del Ministerio de Finanzas no intentase explicar cómo constreñir el endeudamiento público afectaría a los hogares y empresas alemanes, por no hablar del resto del mundo.[212]

Incluso antes de que el freno de la deuda entrase en vigor, el compromiso ideológico y constitucional de Alemania con la rectitud fiscal causó un daño duradero a los alemanes corrientes. Los Gobiernos federal, estatales y locales alemanes ajustaron sus presupuestos reduciendo el gasto en infraestructuras y mantenimiento. Desde 1998, el gasto en capital del Gobierno no ha sido ni siquiera suficiente para mantener la infraestructura existente. El gasto constante, descontada la depreciación, ha sido negativo.[213]

La razón, según Marcel Fratzscher, es que «el freno de la deuda ha cambiado los incentivos de los Gobiernos de manera fundamental». Durante las crisis, los ingresos fiscales caen y el gasto obligatorio en programas sociales aumenta. Aunque se supone que el freno de la deuda proporciona alguna flexibilidad presupuestaria para enfrentarse a estos ciclos, la realidad es que los Gobiernos, especialmente a nivel local, «se ven forzados a recortar proyectos de inversión pública» para sostener el gasto en partidas que van desde los salarios de los maestros hasta los subsidios de desempleo. Para empeorar más las cosas, años de crecimiento lento «han hecho que muchos Gobiernos locales y estatales recorten el personal y los expertos necesarios para implementar proyectos de inversión pública».[214]

El resultado es que solo los municipios alemanes tienen unas inversiones atrasadas por valor de 160.000 millones de euros. Alrededor de la mitad de las carreteras y los puentes alemanes necesitan reparaciones. El puente Leverkusen, que cruza el Rin entre Colonia y Düsseldorf, fue cerrado para los camiones en 2012 porque ya no se consideraba seguro para los vehículos pesados. Los camiones se vieron obligados a cambiar de ruta, a través de otras autopistas y

pueblos, ralentizando el tráfico, creando congestión para los viajeros que cogen el coche todos los días e incrementando la contaminación.

Los economistas estiman que estos costes multiplican la cantidad de dinero que habría costado reparar el puente. Retrasar el necesario mantenimiento hizo que el puente Leverkusen se deteriorase tanto que necesitó ser reconstruido. El nuevo puente no abrirá hasta 2020. El puente A40, que cruza el Rin cerca de Duisburg, ha sido cerrado a los camiones una y otra vez por razones de seguridad. Estos son algunos de los miles de puentes que necesitan mantenimiento urgente o tendrán que ser completamente reconstruidos.[215]

Alemania también tiene un acceso a internet notablemente lento. Menos del 3 por ciento de los alemanes tienen acceso a banda ancha a una velocidad de al menos 100 megabits por segundo, y solo un 1 por ciento de los alemanes están suscritos a fibra; cifras comparables a las de Italia y mucho peores que las de Portugal, España y el este de Europa. Alemania también ocupa una mediocre posición en el ranking de acceso a banda ancha desde móviles, equivalente a la de Turquía y muy por debajo de Polonia o España.[216]

El 13 de enero de 2015, el Ministerio de Finanzas alemán anunció triunfalmente que, gracias a años de contención del gasto y fiscalidad onerosa, «no se necesitó ningún endeudamiento adicional» en todo 2014. Este era el premio que había buscado durante tanto tiempo el ministro de Finanzas Wolfgang Schäuble: el schwarze Null, o cero en negro. El presupuesto había sido equilibrado y no se añadiría nueva deuda a los 2,2 billones de euros de obligaciones pendientes de Alemania. Desde entonces, el presupuesto ha generado cada vez más superávits incluso aunque las infraestructuras alemanas siguen deteriorándose. El superávit es ahora de un 2 por ciento del PIB. La política se ha vuelto progresivamente más austera de lo que exige incluso el restrictivo freno de deuda. Entre 2011 y 2015, el Gobierno alemán se endeudó en 142.000 millones de euros menos de lo que le permitían sus propias reglas y continuó ahogando al sector privado a base de subinversión y excesiva fiscalidad.[217]

Los funcionarios alemanes dicen que están intentando ahorrar tanto como sea posible en el presente para preparar un futuro de rápido envejecimiento y caída absoluta de la población. Esta es una premisa razonable, pero no justifica la política actual. El Gobierno alemán está ahogando la inversión en infraestructuras, el gasto en educación y la renta disponible del sector privado para devolver una deuda con una tasa de interés real media muy por debajo de

cero. Eso solo tendría sentido si los beneficios esperados de la inversión en la economía alemana fuesen profundamente negativos.[218]

La explicación más probable del curso seguido por el Gobierno es que la ideología está imponiéndose sobre la lógica. La obsesión de Schäuble con el «cero en negro» era tal que el personal del Ministerio de Finanzas se vistió de negro y posó formando un gran círculo para despedirle cuando se retiró después de las elecciones federales de 2017. Aunque en muchos países se ha sufrido como consecuencia de esa obsesión, se podría decir que es a los alemanes corrientes a quienes les ha ido peor. Esto podría ayudar a explicar el declinante atractivo electoral de los partidos alemanes tradicionales, especialmente el SPD.[219]

A pesar de los evidentes problemas del modelo económico alemán, el Gobierno de Merkel y gran parte de la opinión pública alemana creen que ha sido esencial para que el país capee la crisis financiera sin sufrir el destino de sus vecinos europeos. En mayo de 2010, los europeos, dirigidos por Alemania, se comprometieron a resolver la crisis del euro mediante una «consolidación fiscal» y concluyeron que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento había sido insuficiente para garantizar su cumplimiento. Para 2012, toda la zona euro había acordado aceptar el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobierno en la Unión Económica y Monetaria, también conocido como el Pacto Fiscal. El tratado imponía en la práctica el freno de deuda al resto de Europa. Se supone ahora que los Gobiernos de todo el bloque tienen que tener presupuestos equilibrados —o superávits— en casi todas las circunstancias. También se les exige la aprobación por parte del resto de Europa «de sus planes de emisión de deuda». El incumplimiento conlleva sanciones.[220]

Desde una determinada perspectiva, los tratados han hecho su trabajo. El déficit presupuestario agregado de la zona euro es ahora menor del 1 por ciento del PIB y se aproxima a cero. El déficit es menor ahora que cuando la economía europea estaba creciendo a tasas aceleradas en vísperas de la crisis, lo que significa que la política fiscal es extremadamente rígida en relación con las condiciones económicas. Muchos países del bloque tienen ahora significativos superávits presupuestarios, incluyendo Alemania, Grecia, Irlanda, Lituania, Luxemburgo, Malta, los Países Bajos y Eslovenia. La deuda pública bruta consolidada de la zona euro ha caído 7 puntos porcentuales en relación con el PIB y está en su nivel más bajo desde 2010. En Alemania, el endeudamiento público ha caído más de 21 puntos porcentuales y es menor que en cualquier momento desde

2002. Cuando se vieron obligados a ello, los vecinos de Alemania fueron capaces de copiar su supuesto éxito. Desgraciadamente para ellos y para el resto del mundo, esto exigió adoptar las patologías de Alemania: depresión del consumo, austeridad pública, inseguridad laboral, subinversión y creciente desigualdad.[221]

Europa se vuelve alemana

En los años anteriores a la crisis, los residentes en la zona euro gastaban aproximadamente tanto como ganaban. El balance por cuenta corriente agregado del bloque monetario era aproximadamente cero porque las grandes divergencias entre países miembros más o menos se cancelaban mutuamente: los superávits en Alemania y los Países Bajos eran compensados por déficits en España y Grecia. Por extensión, la combinación de déficit público y superávit del sector privado de la zona euro también se cancelaba mutuamente. Los europeos ni contribuían ni detraían a la demanda global.

La crisis de deuda privada que comenzó en 2008 forzó grandes cambios en las pautas de gasto de los hogares y las empresas en todo el continente. Incluso los Países Bajos, que se libraron de la crisis del euro, tuvieron que enfrentarse a la combinación tóxica de una alta deuda de los hogares y una burbuja inmobiliaria desinflándose. El resultado fue que el superávit del sector privado de la zona euro fue alrededor de 5 puntos porcentuales del PIB mayor que antes de 2008. Al principio, el cambio del comportamiento privado fue igualado por un incremento comparable del déficit fiscal agregado. Los Gobiernos se endeudaban y gastaban cuando los hogares y las empresas no lo hacían (o no podían). Esto mantuvo la balanza por cuenta corriente en equilibrio durante los primeros años de la crisis.

La falta de apoyo del BCE a los Gobiernos de la zona euro cuando se vieron sometidos a ataques especulativos, la subsiguiente crisis de deuda soberana y la adopción de la austeridad fiscal cambió todo esto en torno a 2011-2012. Los Gobiernos se vieron obligados a cerrar los déficits presupuestarios y el resto del mundo se vio obligado a compensar la diferencia. Aunque la demanda externa no era especialmente fuerte, creció mucho más que el consumo y la inversión

dentro de Europa. El comercio y los superávits por cuenta corriente han sido el resultado inevitable: la sombra de la experiencia de Alemania en la década de 2000 es alargada.[222]

Todo esto fue consecuencia de los cambios en los países europeos en crisis, la mayoría de los cuales tienen ahora superávits comerciales y por cuenta corriente. Como Alemania en la década de 2000, los cambios en su posición externa pueden ser explicados en gran medida por severas contracciones en el gasto doméstico más que por cualquier mejora en el desempeño exportador. El coste humano de todo ello fue enorme. Entre 2008 y 2016, el balance por cuenta corriente combinado de los países en crisis pasó de un déficit de alrededor del 6,5 por ciento del PIB a un superávit del 2 por ciento del PIB. Durante el mismo periodo, el gasto doméstico real en consumo e inversión cayó alrededor de un 11 por ciento en España, un 9 por ciento en Italia y Portugal, un 14 por ciento en Chipre y un 13 por ciento en Eslovenia. El caso más extremo fue el de Grecia, donde el consumo y la inversión domésticas se han hundido una tercera parte (Irlanda probablemente tuvo una experiencia similar, pero los datos irlandeses poscrisis son casi inutilizables debido a las actividades de transferencia de beneficios de las multinacionales).

El gasto doméstico ha crecido algo desde entonces, lo que ha reducido los superávits por cuenta corriente combinados de los países de la crisis de manera conmensurable. Es importante, no obstante, no sobreestimar la magnitud de los recientes cambios. Para 2019, el consumo y la inversión real en Italia sigue siendo un 8 por ciento menor de lo que era en 2008, mientras que la demanda doméstica es todavía un 5 por ciento menor que antes de la crisis en Eslovenia y España. A Chipre y a Portugal les ha ido algo mejor, pero siguen siendo más pobres que hace una década. Grecia continúa sumida en la recesión.[223]

Los países con déficits pasaron colectivamente a tener superávits, pero, por diversas razones, el gasto en los actuales países europeos con superávits —notablemente, en Alemania y los Países Bajos— no se incrementó en relación con la producción. No ha habido reequilibrio dentro de Europa. Por ello, el resto del mundo, principalmente los mercados emergentes en África, Oriente Medio, India, Indonesia y Latinoamérica, así como el Reino Unido y Estados Unidos, terminó teniendo que absorber los flujos al exterior resultantes por medio de un aumento de los déficits comerciales y del endeudamiento. La decisión de los europeos de obligar a los países en crisis a realizar ajustes ahogando el gasto doméstico ha empujado a la zona euro en su conjunto a un masivo superávit

externo en relación con el resto del mundo, que actualmente está en alrededor del 4 por ciento del PIB del bloque.

No es sorprendente que los países europeos que adoptaron las políticas económicas de Alemania también experimentasen un aumento de la desigualdad y una disminución del poder de compra de sus ciudadanos corrientes. El impuesto sobre el valor añadido aumentó en varios puntos porcentuales, mientras que los impuestos de sociedades y a la riqueza cayeron. Como señala el economista Zsolt Darvas, «los italianos y españoles ricos perdieron muy poco (quizá incluso aumentaron sus ingresos) mientras que los italianos y españoles con bajos ingresos han perdido mucho». El aumento de la desigualdad de ingresos en los países con superávit fue causado en parte por el deseo de incrementar la competitividad por medio de menores salarios. Después de un masivo boom del crédito seguido de crisis, los países con déficit fueron finalmente obligados a copiar ese enfoque, en detrimento de sus ciudadanos. [224]

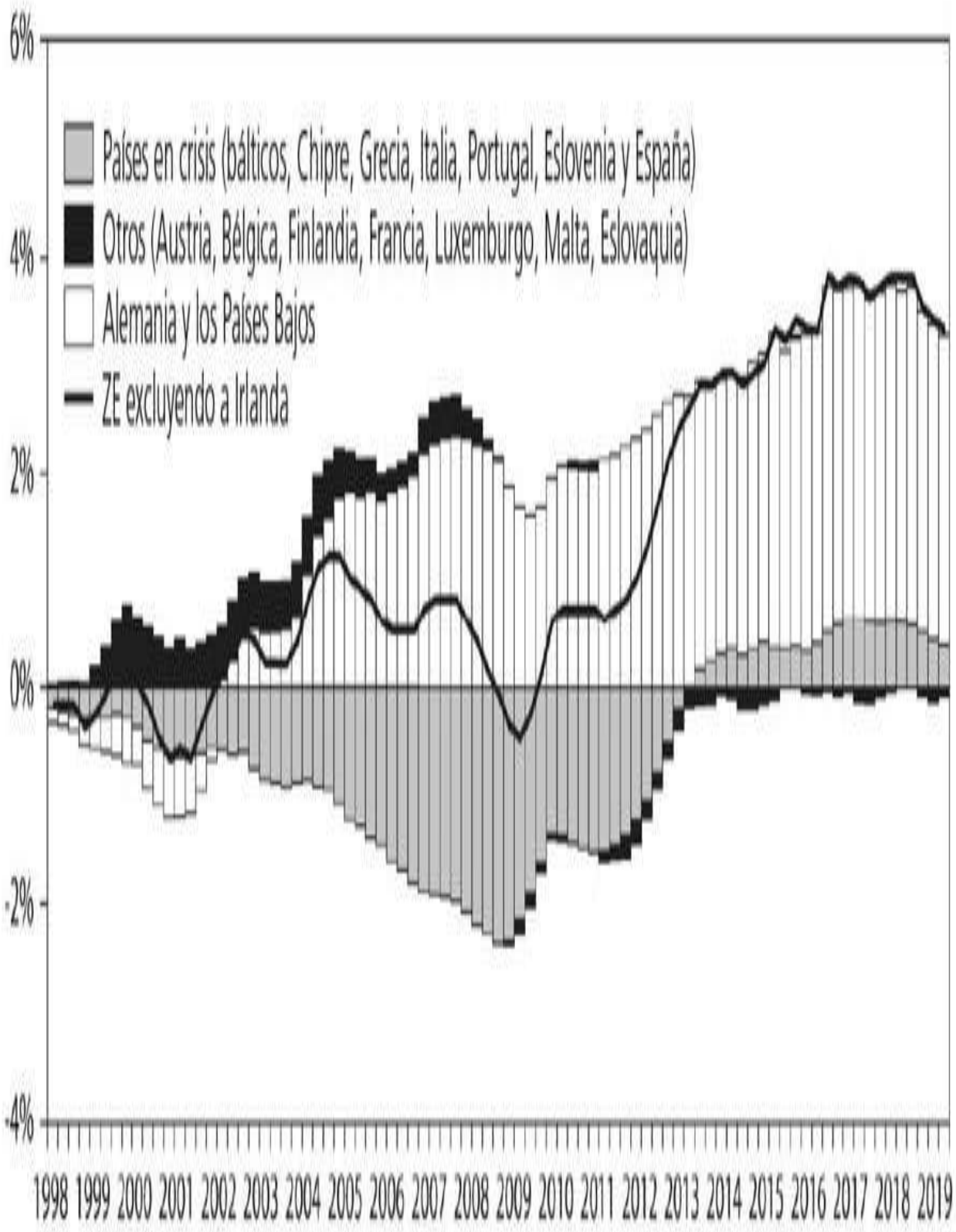
6%
4%
2%
0%
-2%
-4%
Países en crisis (bálticos, Chipre, Grecia, Italia, Portugal, Eslovenia y España)
Otros (Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Luxemburgo, Malta, Eslovaquia)
Alemania y los Países Bajos
ZE excluyendo a Irlanda
1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019

Figura 5.7. El nacimiento del euro-excedente (contribuciones al balance por cuenta corriente de la zona euro excluyendo Irlanda). Fuentes: Eurostat; cálculos de Matthew Klein.

Mientras escribimos esto, Europa sigue estando comprometida en utilizar el gasto extranjero para rescatar sus mal encaminados fetiches de la competitividad y los presupuestos equilibrados. Aunque el sector privado alemán ha comenzado tentativamente a reequilibrarse, aumentando el porcentaje de la renta correspondiente a los trabajadores y mejorando los salarios, el Gobierno sigue estando comprometido con su superávit presupuestario (sus declaraciones en el sentido de que están impulsando la inversión pública no deberían ser tomadas muy en serio, dada la continua depreciación de la infraestructura existente). El resto de la zona euro, que o bien fue víctima de la crisis del euro o bien miraba nervioso desde la barrera, está decidido a evitar repetir la experiencia de endurecer aún más de lo requerido la política fiscal. Los Gobiernos prefieren mantener permanentemente contenida la demanda doméstica, antes que arriesgarse a acabar como Grecia.[225]

Aunque esto podría tener sentido para economías abiertas pequeñas, como Portugal, no puede ser una estrategia sostenible para el conjunto de la zona euro. La segunda economía del mundo es simplemente demasiado grande para intentar endilgar las consecuencias de sus distorsiones internas a otros sin crear desequilibrios todavía mayores. Una vez más, Estados Unidos tendrá que retomar su papel como la fuente última de demanda global.

■

[161] Henry Kamm, «Solidarity Takes Its Elected Place in the Parliament», The New York Times, 5 de julio de 1989; Lawrence Weschler, «A Grand Experiment», New Yorker, 13 de noviembre de 1989; John Borrell, «Poland Living with Shock Therapy», Time, 11 de junio de 1990.

[162] Walter Mayr, «Hungary’s Peaceful Revolution: Cutting the Fence and Changing History», Der Spiegel, 9 de mayo de 2009; Joseph Rothschild y Nancy

Wingfield, Return of Diversity: A Political History of East Central Europe since World War II, 3.ª ed., Nueva York: Oxford University Press, 2000; Adam Roberts, «Civil Resistance in the East European and Soviet Revolutions», Albert Einstein Institution Monograph Series n.º 4, 1991.

[163] Mark Kramer (ed. y trad.), «Soviet Deliberations during the Polish Crisis, 1980–1981», Cold War International History Project, Special Working Paper n.º 1, abril de 1999; «Spot Oil Price», Wall Street Journal, vía Datos Económicos de la Reserva Federal, https://fred.stlouisfed.org/series/OILPRICE; Departamento de Agricultura de Estados Unidos, Servicio de Investigación Económica, «Wheat Data», https://www.ers.usda.gov/data-products/wheat-data/; Dan Morgan y Bradley Graham, «Money is Often Bottom Line in East-West Ties», Washington Post, 11 de mayo de 1982.

[164] «No. 1383: Protocol of the Proceedings of the Berlin Conference», 1 de agosto de 1945, en Foreign Relations of the United States: Diplomatic Papers, The Conference of Berlin (The Postdam Conference), 1945, ed. de Richardson Dougall, vol. 2, Washington D. C.: US Government Printing Office, 1960.

[165] Serge Schmemann, «Upheaval in the East; East Germans Form ‘Grand Coalition’», The New York Times, 10 abril de 1990; «De Maziere Accused of Ties to East’s Secret Police», AP, 9 de diciembre de 1990.

[166] Peter Bofinger, «The German Monetary Unification (Gmu): Converting Marks in D-Marks», Banco de San Luis de la Reserva Federal, Review, julio-agosto de 1990, pp. 17-36.

[167] George A. Akerlof et al., «East Germany in from the Cold: The Economic Aftermath of Currency Union», Brookings Papers on Economic Activity, 1991, n.º 1; Destatis, «Population, Persons in Employment, Unemployed Persons, Economically Active Population, Economically Inactive Population: Länder, Years», https://www-genesis.destatis.de/genesis/online/link/tabelleErgebnis/12211-0005&language=en.

[168] Rupert Wiederwald, «Treuhand Took the Heat for Privatization of East German Economy», Deutsche Welle, 20 de septiembre de 2010; Wendy Carlin y Colin Mayer, «The Treuhandanstalt: Privatization by State and Market», en Transition in Eastern Europe, vol. 2, ed. de Oliver Blanchard, Kenneth Froot y

Jeffrey Sachs, Chicago: University of Chicago Press, 1994, pp. 189-207.

[169] Katrin Benhold, «One Legacy of Merkel? Angry East German Men Fueling the Far Right», The New York Times, 5 de noviembre de 2018; Alberto Abadie, Alexis Diamond y Jens Hainmueller, «Comparative Politics and the Synthetic Control Method», American Journal of Political Science 59, n.º 2 (2015), pp. 495-510.

[170] Karl Brenke, «Eastern Germany Still Playing Economic Catch-Up», DIW Economic Bulletin 4, n.º 11 (2014); Alexander Eickelpasch, «Manufacturing in East Germany since Reunification», DIW Berlin, 25 de noviembre de 2015, https://www.diw.de/documents/vortragsdokumente/220/diw_01.c.525594.de/v_2(

[171] Destatis, «Gross Domestic Product, Quarterly Data», https://www.destatis.de/EN/FactsFigures/NationalEconomyEnvironment/Nationa FRED Economic Data, «Consumer Price Index, All Items Non-Food and Non-Energy for Germany», https://fred.stlouisfed.org/series/CPGRLEo1DEM659N; Deutsche Bundesbank, «Discount and Lombard Rates of the Bundesbank», https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Statistics/Money_Capital_ _blob=publicationFile; Deutsche Bundesbank, «Public Finances in Germany», https://www.bundesbank.de/Navigation/EN/Statistics/Time_series_databases/Pub listId=www_v27_web012_11a; Deutsche Bundesbank, «National Accounts», https://www.bundesbank.de/Navigation/EN/Statistics/Macroeconomic_accountin «Treaty on European Union» (1992), https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:11992M/TXT.

[172] Comisión Europea, «Los europeos y sus idiomas», Eurobarómetro Especial 243, febrero de 2006; decisión de la UE de iniciar el proceso de adhesión a partir de las notas de las reuniones del Consejo Europeo de Luxemburgo, 12-13 de diciembre de 1997, https://www.consilium.europa.eu/media/21114/luxembourg-european-council.pdf; Eurostat, «Labour Cost Levels by NACE Rev. 2 Activity», https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=lc_lci_lev&lang=en.

[173] FMI, Departamento Europeo, «German-Central European Supply Chain-Cluster Report: Staff Report, First Background Note, Second Background Note, Third Background Note», Informe de País n.º 13/263, 20 de agosto de 2013; Verband der Automobilindustrie, «Automobile Production», https://www.vda.de/en/services/facts-and-figures/annualfigures/automobile-

production.html; Organización Internacional de Fabricantes de Automóviles, «EU Production, 2017», https://www.acea.be/statistics/tag/category/eu-production; OCDE, «Trade in Value Added», https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=75537; Agustin Carstens, «Global Market Structures and the High Price of Protectionism», discurso en el 42.º Economic Policy Symposium, Banco de la Reserva Federal de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 25 de agosto de 2018.

[174] Christian Odendahl, «The Hartz Myth: A Closer Look at Germany's Labor Market Reforms», Centre for European Reform, julio de 2017; Harald Blau et al., «Labor Market Studies: Germany», ifo Institute for Economic Research, mayo de 1997; FRED Economic Data, «Harmonized Unemployment Rate: All Persons for Germany» https://fred.stlouisfed.org/series/LRHUTTTTDEM156S; Eurostat, «Part-Time Employment as a Percentage of the Total Employment, by Sex and Age», https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=lfsq_eppga&lang=en; Eurostat, «Temporary Employees as a Percentage of the Total Number of Employees, by Sex and Age», https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=lfsq_etpga&lang=en; Destatis, «Persons in Paid Employment: Germany, Years, Extent of Employment, Sex», https://www-genesis.destatis.de/genesis/online/link/tabelleErgebnis/12211-0011&language=en; Christian Dustmann et al., «From Sick Man of Europe to Economic Superstar: Germany's Resurgent Economy», Journal of Economic Perspectives 28, n.º 1 (2014), pp. 167-188; Wolfgang Dauth, Sebastian Findeisen y Jens Südekum, «Sectoral Employment Trends in Germany: The Effect of Globalisation on Their Micro Anatomy», VoxEU, 26 de enero de 2017, https://voxeu.org/article/globalisation-and-sectoral-employment-trends-germany; Deutsche Bundesbank, «National Accounts Statistics», https://www.bundesbank.de/Navigation/EN/Statistics/Macroeconomic_accountin id=24928.

[175] «Berlin Speech by Federal President Roman Herzog at the Reopening of the Hotel Adlon on April 26, 1997», German History in Documents and Images, http://germanhistorydocs.ghi-dc.org/pdf/eng/Ch12Doco4.pdf.

[176] Alemania, Federal Returning Officer, «Election to the 14th German Bundestag on 27 September 1998», https://www.bundeswahlleiter.de/en/bundestagswahlen/1998.html.

[177] Deutsche Bundesbank, «National Accounts»,

https://www.bundesbank.de/Navigation/EN/Statistics/Macroeconomic_accountin

[178] Neal E. Boudette, «New Scandal Emerges to Roil a Rehabilitating Neuer Markt», The Wall Street Journal, 11 de abril de 2002; «After Greed, Fear: No End to the Troubles of the Neurer Markt», The Economist, 23 de mayo de 2002; «Germany's Neuer Markt to Close», BBC, 26 de septiembre de 2002, https:/news.bbc.co.uk/2/hi/business/2283068.stm; Hans-Peter Burghof y Adrian Hunger, «Access to Stock Markets for Small and Medium Sized Growth Firms: The Temporary Success and Ultimate Failure of Germany's Neuer Markt», documento de trabajo, octubre de 2003.

[179] Deutsche Bundesbank, «Liabilities Consolidated», https://www.bundesbank.de/Navigation/EN/Statistics/Time_series_databases/Ma listId=www_v39_nuverb.

[180] Deutsche Bundesbank, «National Accounts».

[181] Deutsche Bundesbank, «Expected Real Interest Rates Germany of German Government Bonds with 10 Years Maturity», https://www.bundesbank.de/Navigation/EN/Statistics/Time_series_darabases/Mo listId=www_skms_realzinsen; Edmund L. Andrews, «Hard Money for a Softer Europe; Leftist Politics Complicates the Job of the Euro's Banker», The New York Times, 5 de noviembre de 1998; BCE, «Introductory Statement Wilem F. Duisenberg, President of the European Central Bank, Christian Noyer, Vice-President of the European Central Bank, Frankfurt am Main, 11 April 2001», https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2001/html/is010411.en.html.

[182] FMI, «World Economic Outlook Database: General Government Structural Balance», https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/01/weodata/weorept.aspx?pr.x=79&pr.y=12&sy=1991&ey=2018&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br

[183] Stephan Danniger y Fred Joutz, «What Explains Germany's Rebounding Export Market Share?», FMI Working Paper n.º 07/24, febrero de 2007; Eurostat, «Intra- and Extra-EU Trade by Member State and by Product Group», https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_intratrd&lang=en; Destatis, «Sector Accounts—Annual Results 1991 Onwards», https://www.destatis.de/EN/Themes/Economy/National-Accounts-Domestic-Product/_node.html.

[184] Peter Haan y Viktor Steiner, «Distributional and Fiscal Effects of the German Tax Reform 2000: A Behavioral Microsimulation Analysis», Discussion Papers of DIW Berlin 419, 2004; Stefan Homburg, «German Tax Reform 2000: Description and Appraisal», FinanzArchiv/Public Finance Analysis 57, n.º 4 (2000), pp. 504-513; Michael Keen, «The German Tax Reform of 2000», International Tax and Public Finance 9 (2002), pp. 603-621; Destatis, «Labour Market: Unemployed», https://www.destatis.de/EN/FactsFigures/NationalEconomyEnvironment/Labour/

[185] «A Plan to Put Germans Back into Jobs», The Economist, 22 de agosto de 2002; Mark Landler, «The Heart of the Hartz Commission», The New York Times, 26 de noviembre de 2004; Lena Jacobi y Jochen Kluve, «Before and after the Hartz Reforms: The Performance of Active Labour Market Policy in Germany», IZA Discussion Paper n.º 2.100, octubre de 2006.

[186] Robert Rohrschneider y Michael R. Wolf, «The Federal Election of 2002», German Politics and Society 21, n.º 1 (2003), pp. 1-14; Peter James, «The 2002 German Federal Election: The 'Fotofinish'», Representation 39, n.º 2 (2003), pp. 129-136; Alemania, Oficina de Retorno Federal, «Election to the 15th German Bundestag on 22 September 2002», https://www.bundeswahlleiter.de/en/bundestagswahlen/2002.html.

[187] Gerhard Schröder, «Courage for Peace and Courage for Change», discurso al Bundestag, 14 de marzo de 2003, http://gerhard-schroeder.de/en/2003/03/14/speechagenda-2010/.

[188] John Hooper, «Schröder Faces Day of Reckoning», Guardian, 29 de mayo de 2003; Georg Bönish et al., «The Unsettled People», Der Spiegel, 16 de agosto de 2004.

[189] Daryl Lindsey, «Bundestag Clears Way for New Elections», Der Spiegel, 1 de julio de 2005; Uwe Hessler, «SPD presents Election Manifesto», Deutsche Welle, 5 de julio de 2005; Kyle James, «Social Justice or Economic Folly?», Deutsche Welle, 2 de agosto de 2005; Dietmar Hawranek, Padma Rao y Sven Röbel, «With Prostitutes and Shady Executives, There's No Love Left in This Bug», Der Spiegel, 29 de agosto de 2005.

[190] Alemania, Oficial Federal de Retorno, «Party Seats to the 16th German Bundestag 2005»,

https://www.bundeswahlleiter.de/en/bundestagswahlen/2005.html; NSD, base de datos de las Elecciones Europeas, http://www.nsd.uib.no/european_election_database/about/about_data.html. (Algunos de) los datos aplicados en el análisis en esta publicación se basan en material de la base de datos de elecciones europeas. Los datos están reunidos a partir de fuentes originales, preparados y disponibles por parte del NSD, que no es responsable de los análisis e interpretaciones de los datos presentados aquí.

[191] Odendahl, «Hartz Myth».

[192] Eurostat, «People at Risk of Poverty or Social Exclusion by Most Frequent Activity Status (Population Aged 18 and Over)», https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ilc_pepso2&lang=en; Eurostat, «Employment and Activity by Sex and Age —Quarterly Data», https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=lfsi_emp_q&lang=en; Destatis, «Persons in Paid Employment: Germany, Years, Extent of Employment, Sex», https://www-genesis.destatis.de/genesis/online/link/tabelleErgebnis/12211-0011&language=en.

[193] Marcel Fratzscher, The German Illusion: Between Economic Euphoria and Despair, Oxford: Oxford University Press, 2018; Schröder, «Courage for Peace and Courage for Change».

[194] Deutsche Bundesbank, «National Accounts»; Bundesregierung, «Government Report on Wellbeing in Germany», 2016, disponible en https://www.gut-leben-in-deutschland.de/about.

[195] Destatis, «Sector Accounts», https://www.destatis.de/EN/Themes/Economy/National-Accounts-Domestic-Product/_node.html; Deutsche Bundesbank, «National Income», https://www.bundesbank.de/Navigation/EN/Statistics/Macroeconomic_accountin id=24920; «Investment Activity in Germany under the Influence of Technological Change and Competition among Production Locations», Bundesbank Monthly Report 59, n.º 1 (enero de 2007), pp. 17-31.

[196] BCE, «Household Finance and Consumption Survey Wave 2 Statistical Tables», https://www.ecb.europa.eu/home/pdf/research/hfcn/HFCS_Statistical_Tables_Wa

58cf15114aab934bcdo6995c4e91505b; «Household Wealth and Finances in Germany: Results of the 2014 Survey», Bundesbank Monthly Report, marzo de 2016; Paul de Grauewe y Yuemi Ji, «Are Germans Really Poorer Than Spaniards, Italians and Greeks», VoxEU, 16 de abril de 2013, https://voxeu.org/article/are-germans-really-poorerspaniards-italians-and-greeks.

[197] Número especial, «Inheritance Tax and Wealth Tax in Germany», DIW Economic Bulletin 6, 27 de enero de 2016; James Shotter, «Germany Changes Inheritance Tax to Protect Family Business», Financial Times, 22 de septiembre de 2016; Matthew C. Klein, «Marcel Fratzscher on the Dark Side of the German Economy —Now with Transcript!!», FT Alphaville, 28 de marzo de 2018, https://ftalphaville.ft.com/2018/03/29/2199403/marcel-fratzscher-on-the-dark-side-of-the-german-economy-now-with-transcript/; Cathrin Schaer, «Germany's Convulted Property Tax Could Be Illegal», Handelsblatt, 16 de enero de 2018; Alena Bachleitner, «Abolishing the Wealth Tax —A Case Study of Germany», tesis doctoral, Universidad de Viena, 2017; Dan Andrews y Aida Caldera Sánchez, «The Evolution of Homeownership Rates in Selected OECD Countries: Demographic and Public Policy Influences», OECD Journal: Economic Studies 2011, n.º 1 (2011), p. 8; Christian Dustmann, Bernd Fitzenberger y Markus Zimmerman, «Housing Expenditures and Income Inequality: Shifts in Housing Costs Exacerbated the Rise in Income Inequality», VoxEU, 22 de octubre de 2018, https://voxeu.org/article/housing-expenditures-and-income-inequality.

[198] Odendahl, «Hartz Myth»; Destatis, «Collective Bargaining Coverage», https://www.destatis.de/EN/FactsFigures/NationalEconomyEnvironment/Earning Christian Dustmann et al., «From Sick Man of Europe to Economic Superstar: Germany's Resurgent Economy», Journal of Economic Perspectives 28, n.º 1 (invierno de 2014), pp. 167-188; Charlotte Bartels, «Top Incomes in Germany, 1871–2013», World Income Database Working Paper Series, diciembre de 2017.

[199] «Private Consumption in Germany since Reunification», Bundesbank Monthly Report 59, n.º 9 (septiembre de 2007), pp. 41-55.

[200] Eurostat, «Intra and Extra-EU Trade by Member State and by Product Group», https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_intratrd&lang=en; OCDE, «Trade in Value Added 2018», https://stats.oecd.org/Index.aspx?datasetcode=TIVA_2018_C1; FMI, Departamento Europeo, «Germany: Selected Issues», Informe de País n.º

19/214, 10 de julio de 2019.

[201] Deutsche Bundesbank, «External Sector Statistics (Monthly)», https://www.bundesbank.de/en/statistics/external-sector.

[202] Deutsche Bundesbank, «Lending to Foreign Nonbanks, Total», https://www.bundesbank.de/Navigation/EN/statistics/Time_series_databases/Ban listId=www_s100_mb3031_08_01; Deutsche Bundesbank, «Lending to Foreign Banks (MFIs), Total», https:/www.bundesbank.de/Navigation/EN/Statistics/Time_series_databases/Banl listId=www_s100_bh16_3_01; Matej Senkarcin, «German Landesbanks in the Post-Guarantee Reality», tesis doctoral, Wharton School, Universidad de Pensilvania, 2015.

[203] BPI, «Locational Banking Statistics», tabla A7, https://stats.bis.org/statx/srs/table/a7?c=DE&p=20181; BPI, «Consolidated Banking Statistics», tabla B2, https://stats.bis.org/statx/srs/table/B3?c=&m=S&p=2018&i=10.1; BPI, «Consolidated Banking Statistics», tabla B4, https://stats.bis.org/statx/srs/table/b4.

[204] Banco de España, «Monetary Financial Institutions», https://www.bde.es/webbde/en/estadis/infoest/bolest6.html; Banco de España, «Balance of Payments and International Investment Position», https://www.bde.es/webbde/en/estadis/infoest/temas/sb_extbppii.html; Banco de España, «Gross External Debt by Institutional Sector, Financial Instrument, and Term», https://www.bde.es/webbde/en/estadis/infoest/temas/sb_extdeu.html.

[205] Eurostat, «GDP and Main Components», https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=namq_10_gdp&lang=en.

[206] Eurostat, «International Investment Position —Quarterly and Annual Data», https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=bop_iip6_q&lang=en; Eurostat, «Balance of Payments by Country», https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=bop_c6_q&lang=en; Eurostat, «GDP and Main Components».

[207] Tobias Buck, «Spanish Ghost Airport Costing €1bn Attracts Offer of Just €10,000», Financial Times, 17 de julio de 2015; Philip Reid, «Out of Bounds: The Death of an Irish Golf Course», Irish Times, 1 de febrero de 2017.

[208] Philippe Martin y Thomas Philippon, «Inspecting the Mechanism: Leverage and the Great Recession in the Eurozone», American Economic Review 107 n.º 7 (2017), pp. 1904-1937.

[209] Deutsche Bundesbank, «Lending to Foreign Nonbanks, Total»; Deutsche Bundesbank, «Lending to Foreign Banks (MFIs), Total»; Deutsche Bundesbank, «Balance of Payments», https://www.bundesbank.de/en/statistics/external-sector/balance-of-payments.

[210] Konstantin von Hammerstein y René Pfister, «Merkel's Dispassionate Approach to the Euro Crisis», Der Spiegel, 12 de diciembre de 2012.

[211] Wolfgang Streeck, «Endgame? The Fiscal Crisis of the German State», Instituto Max Planck para el Estudio de las Sociedades, MPIfG Discussion Paper 07/7.

[212] Ministerio Federal de Finanzas, Departamento de Economía, «Reforming the Constitutional Budget Rules in Germany», septiembre de 2009, http://www.kas.de/wf/doc/kas_21127-1522-4-30.pdf?101116013053; Ministerio Federal de Finanzas, «German Federal Debt Brake», marzo de 2015, https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Standardartikel/Topics/Fisc 12-09-german-federal-debt-brake.pdf?__blob=publicationFile&v=6; FMI, «World Economic Outlook Database: General Government Structural Balance», abril de 2018, https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/01/weodata/weorept.aspx?pr.x=44&pr.y=8&sy=1991&ey=2018&scsm=1&rssd=1&sort=country&ds=.&br=

[213] Eurostat, «Quarterly Nonfinancial Accounts for General Government», https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov_10q_ggnfa&lang=en.

[214] Fratzscher, Germany Illusion, caps. 5, 6.

[215] Stephan Brand y Johannes Steinbrecher, «Municipal Investment: Growing Needs, Limited Capacities», KfW Research, KfW Municipal Panel 2018 — Executive Summary, junio de 2018; Gabriel Borrud, «A Long, Strange Trip for German Truckers near Duisburg», Deutsche Welle, 3 de julio de 2015; Guy Chazan, «Cracks Appear in Germany's Cash-Starved Infrastructure», Financial Times, 3 de agosto de 2017.

[216] OCDE, «Broadband and Telecom Statistics», http://www.oecd.org/sti/broadband/broadband-statistics/.

[217] Alemania, Ministerio Federal de Finanzas, «2014 federal Budget: No New Borrowing Was Required», nota de prensa, 13 de enero, 2015, https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Pressemitteilungen/2015/20 01-13-2014-federal-budget.html; Eurostat, «Quarterly Nonfinancial Accounts for General Governments»; Alemania, Ministerio Federal de Finanzas, «Schuldenbremse 2015; Struktureller Übershuss —das zweite Jahr in Folge», 22 de septiembre de 2016, https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Monatsberichte/2016/09/Ir 3Analysen/3-3-Schuldenbremse-2015.html.

[218] Deutsche Bundesbank, «Daily Term Structure of Interest rates in the Debt Securities Market —Estimated Values», https://www.bundesbank.de/en/statistics/moneyand-capital-markets/interest-rates-and-yields/term-structure-of-interest-rates.

[219] Ben Knight, «Schäuble Clings to 'Black Zero' Fetish in German Budget», Deutsche Welle, 6 de julio de 2016; Cat Rutter Pooley, «Schäuble Sent Off with a 'Black Zero'», Financial Times, 24 de octubre de 2017.

[220] Comisión Europea, «Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the European Central Bank, the Economic and Social Committee, and the Committee of the Regions: Reinforcing Economic Policy Coordination», 12 de mayo de 2010, https://ec.europa.eu/economy_finance/articles/euro/documents/2010-05-12-com(2010)250_final.pdf; Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobierno de la Unión Económica y Monetaria, 2 de marzo de 2012, https://www.consilium.europa.eu/media/20399/stootscg26_en12.pdf.

[221] Eurostat, «Government Deficit/Surplus, Debt, and Associated Data», https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=gov_10dd_edpt1&lang=en; Matthew C. Klein, «The Euro Area's Fiscal Position Makes No Sense», FT Alphaville, 14 de marzo de 2018, https://ftalphaville.ft.com/2018/03/14/2199197/the-euro-areas-fiscalposition-makes-no-sense/.

[222] Matthew C. Klein, «What the U. S. Should Demand from Europe»,

Barron’s, 27 de julio de 2018.

[223] Eurostat, «GDP and Main Components».

[224] Comisión Europea, «VAT Rates Applied in the Member States of the European Union: Situation at 1st January 2018», https://ec.europa.eu/taxation_customs/sites/taxation/files/resources/documents/ta
Zsolt Darvas, «EU Income Inequality Decline: Views from an Income Shares Perspective», Bruegel, 5 de julio de 2018, https://bruegel.org/2018/07/eu-incomeinequality-decline-views-from-an-income-shares-perspective/.

[225] Matthew C. Klein, «European Leaders Seem Determined to remake the ‘Global Savings Glut’ on a Massive Scale», FT Alphaville, 8 de noviembre de 2017, https://ftalphaville.ft.com/2017/11/08/2195596/european-leaders-seem-to-determined-toremake-the-global-savings-glut-on-a-massive-scale/.

06

La excepción americana

La carga exorbitante y el déficit persistente

Durante décadas, Estados Unidos ha sido el derrochador indispensable del mundo. Aquellos países cuyos residentes ahorran demasiado y gastan demasiado poco han sido consistentemente salvados por unos estadounidenses que se endeudan para gastar más de lo que ganan. Esto ha sido así durante tanto tiempo que es fácil olvidarse de lo sorprendente que resulta.

La experiencia estadounidense de las últimas décadas tiene mucho en común, en muchos aspectos distintos, con la de Alemania. Ambos países asistieron a un rápido incremento de la desigualdad entre trabajadores y a un cambio en la distribución de la renta, del trabajo al capital. Ambos vieron cómo se desplomaban la inversión empresarial doméstica y el empleo tras el estallido de la burbuja tecnológica. Mientras las compañías alemanas buscaban fuerza de trabajo barata en Europa Central y del Este, las compañías estadounidenses trasladaban empleos a México y China. Alemania tuvo los recortes fiscales de Schröder y Hartz IV, mientras que Estados Unidos tuvo las reformas del gasto social de la era Clinton y los recortes fiscales de Bush. Desde la crisis, Alemania ha tenido el Schuldenbremse, mientras que Estados Unidos ha tenido el Tea Party, el techo de gasto y el embargo de la financiación de programas gubernamentales. Y, no obstante, Alemania se convirtió en el país con mayor superávit del mundo mientras que Estados Unidos sigue siendo el país con el mayor déficit. ¿Cómo dos sociedades con un entorno doméstico tan similar han tenido unas relaciones económicas tan diferentes con el resto del mundo?

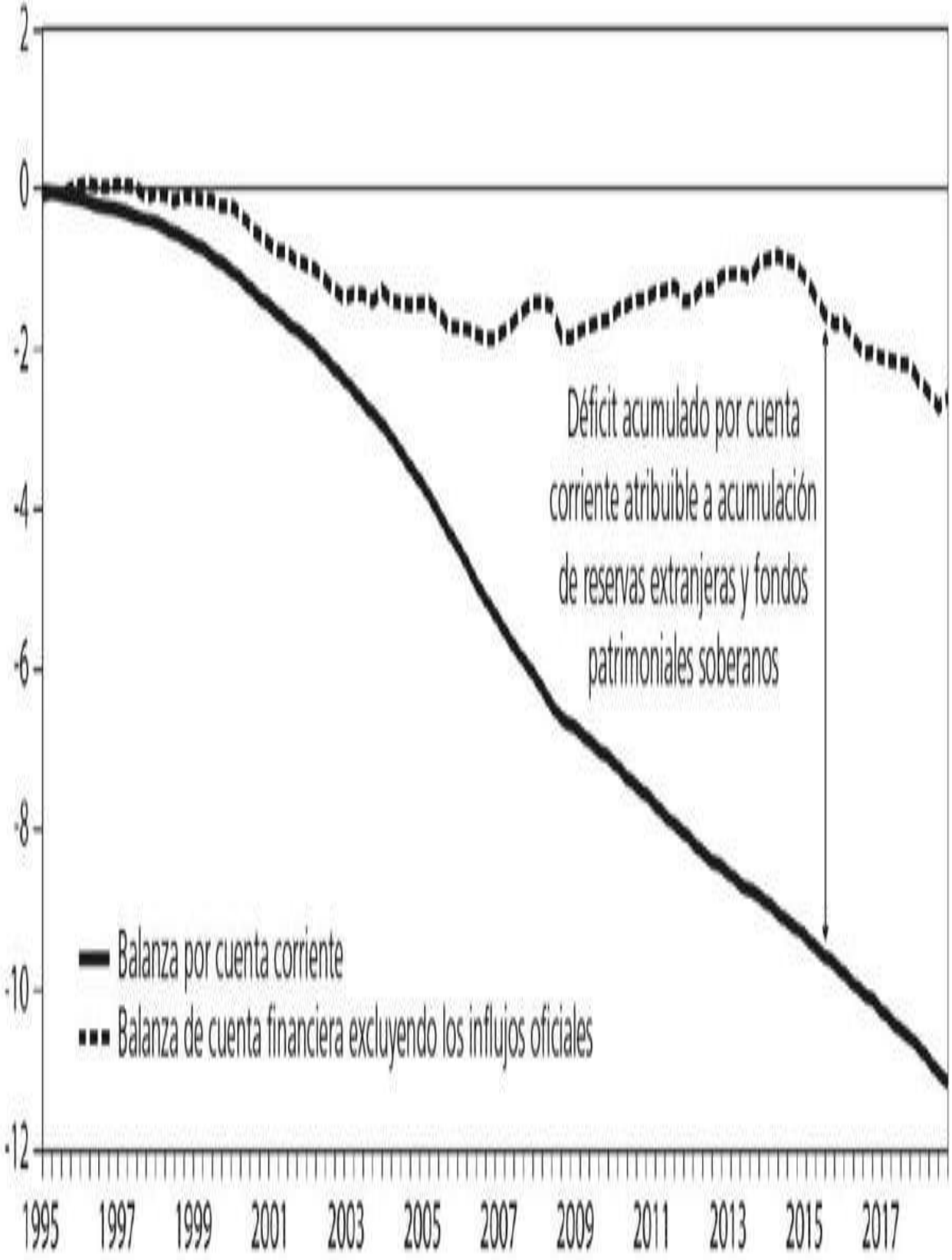
2
0
-2
-4
-6
-8
-10
-12
1995
1997
1999
2001
2003
2005
2007
2009
2011
2013
2015
2017
Déficit acumulado por cuenta corriente atribuible a acumulación de reservas extranjeras y fondos patrimoniales soberanos
Balanza por cuenta corriente
Balanza de cuenta financiera excluyendo los influjos oficiales

Figura 6.1. La carga exorbitante (transacciones acumuladas desde enero de 1995, billones de dólares estadounidenses). Fuentes: Oficina de Análisis Económico; Brad Setser; cálculos de Matthew Klein.

La respuesta puede buscarse en las características específicas del sistema financiero de Estados Unidos. Su flexibilidad, su tamaño y su protección de los derechos de los inversores extranjeros le han convertido en un entorno con un atractivo único para cualquiera que intente ahorrar más de lo que gana. Es más, Estados Unidos es el emisor del activo más seguro del mundo. La deuda soberana estadounidense es enorme, fácil de comercializar y sin riesgo de impago. La economía estadounidense es grande, diversificada y abierta. Por extensión, el dólar puede ser convertido de manera barata en cualquier otra moneda y siempre es aceptado como medio de pago por los productores de manufacturas y mercancías esenciales de todo el mundo. Estas características hacen que Estados Unidos sea el gran repositorio del exceso mundial de ahorro, como es también el caso, en menor medida, de otros países, como el Reino Unido, que comparten esas características.

Desde finales de la década de 1990, este exceso de ahorros se ha dirigido principalmente hacia Estados Unidos, y se produce cuando los Gobiernos extranjeros y entidades relacionadas compran activos financieros emitidos o garantizados por el Gobierno de Estados Unidos. Adquieren estas reservas a costa del gasto doméstico —una transferencia de riqueza en los países que compran reservas de los consumidores a los dueños de industrias exportadoras —. Sus compras estaban motivadas no por el deseo de obtener grandes beneficios, sino por el deseo de evitar riesgos, sin importar lo baja que fuese la rentabilidad. Estos flujos de capital muy poco económicos eran de un tamaño similar a todo el déficit estadounidense por cuenta corriente entre finales de 2001 y finales de 2014. Incluso aunque algunos de estos influjos fuesen en parte compensados por flujos financieros adicionales hacia el exterior desde Estados Unidos, el efecto neto, por definición, fue una combinación de mayor inversión, mayor consumo y menor producción estadounidenses (desde 2014, los europeos han sido los mayores compradores de activos estadounidenses, por las razones que ya hemos discutido).[226]

Los ahorradores en busca de rentabilidad no habrían permitido que los estadounidenses gastasen por encima de sus ingresos, porque Estados Unidos no ofrecía oportunidades de inversión especialmente rentables en relación con el resto del mundo. Unos influjos indiscriminados, sin embargo, inflaron el poder de compra estadounidense en relación con la producción estadounidense y forzaron un aumento del déficit por cuenta corriente. Las importaciones desplazaron la capacidad productiva estadounidense y la deuda compensó la caída de los ingresos.

Los extranjeros estaban inundando Estados Unidos de dinero barato y el sistema financiero estadounidense respondió creando nuevos activos para acomodar esta demanda. Los influjos continuos desde el exterior contuvieron los costes de endeudamiento de Estados Unidos, rebajaron los estándares para conceder préstamos, inflaron los precios de los activos y mantuvieron alto el dólar estadounidense, aunque el déficit por cuenta corriente se hubiese disparado. Si Estados Unidos hubiese intentado atraer dinero extranjero para sostener sus hábitos de gasto, los tipos de interés reales habrían subido y la moneda probablemente hubiese caído. En lugar de ello, la tendencia natural de Estados Unidos a los superávits fue superada con creces por los influjos financieros desde el resto del mundo.

El misterio del superávit estadounidense perdido

Un argumento central de este libro es que la distribución del poder de compra dentro de una sociedad afecta a sus relaciones económicas con el resto del mundo. Aquellos que no pueden permitirse comprar lo que producen deben basarse en la demanda externa. Sin suficiente demanda extranjera o doméstica, no tienen otra opción más que producir menos. Cuando una parte suficientemente grande de la renta de un país pasa de entidades que gastan en consumo la mayoría de lo que ganan a entidades que gastan menos de lo que ganan —los ricos y las compañías que controlan—, es probable que ese país experimente una transición hacia un mayor superávit por cuenta corriente o hacia un déficit por cuenta corriente menor.

Hemos mostrado cómo debería funcionar esto: los acontecimientos en China y

Alemania desde 1989 hicieron que ambos países ahorrasen demasiado y gastasen demasiado poco. Sus experiencias son instructivas porque, usando ambas, podríamos explicar gran parte de lo que ha ocurrido en los otros grandes países con superávits como Japón, los Países Bajos y Singapur. Lo más extraño, y que necesita una explicación, es que Estados Unidos haya tenido persistentemente déficits por cuenta corriente a pesar de compartir algunas de las características del típico país con superávit. Antes de que respondamos a esta cuestión, es importante entender por qué Estados Unidos debería haber tenido superávits por cuenta corriente durante gran parte de las últimas décadas.

Comencemos por el sector de los hogares. La desigualdad en Estados Unidos se ha disparado desde finales de la década de 1970. Después de tener en cuenta los impuestos y las transferencias públicas, el porcentaje de la renta nacional de Estados Unidos en manos del 10 por ciento superior de la distribución ha pasado del 30 por ciento al 40 por ciento del total. Los ultrarricos dentro del 1 por ciento superior son los responsables del grueso de este incremento. Sus ganancias se produjeron a costa de los que están en posiciones más bajas. Los estadounidenses en la mitad inferior de la distribución no han experimentado ningún aumento de renta desde finales de la década de 1970 después de impuestos, inflación y transferencias en metálico del Gobierno.

Estos cambios en la distribución de la renta han tenido unos efectos predecibles sobre la distribución de la riqueza: el porcentaje de la riqueza estadounidense en manos del 1 por ciento más rico de la población ha aumentado enormemente, del 22 por ciento al 42 por ciento, y casi todo ese incremento es atribuible al 0,1 por ciento más rico. La concentración de la riqueza ha correspondido a una extrema concentración de las rentas del capital entre la élite: alrededor del 70 por ciento de todas las ganancias generadas por la propiedad de activos acaban ahora en manos del 1 por ciento más rico de los estadounidenses, frente a un 35 por ciento a finales de la década de 1970.

Como en Alemania, la política exacerbó estos cambios. Las dramáticas reducciones de los tipos fiscales máximos dio a aquellos que ganaban mucho una fuerte motivación para presionar a favor de un aumento de sus salarios, mientras que los cambios en la regulación de la recompra de acciones y las compras apalancadas permitieron a los ejecutivos y a los financieros obtener ingresos sobredimensionados. El tipo impositivo efectivo sobre las ganancias de capital cayó en más de 10 puntos porcentuales entre mediados de la década de 1990 y mediados de la de 2000. En la práctica, unos impuestos regresivos sobre las

nóminas reemplazaron a los impuestos sobre beneficios empresariales entre comienzos de la década de 1950 y mediados de la de 2000. Los subsidios sociales fueron recortados en la década de 1990 de manera similar a lo que ocurriría con Hartz IV. Como sus colegas alemanes, los trabajadores estadounidenses se sintieron cada vez más inseguros a medida que los empleos eran deslocalizados al exterior y las tasas de sindicación colapsaban.

Debido a que las personas con mayores ingresos ahorran alrededor del 40 por ciento de sus ingresos, mientras que la mayoría de los demás hogares ahorran casi cero, estos cambios deberían haber provocado un aumento de la tasa de ahorro de los hogares estadounidenses. En lugar de ello, la tasa de ahorro de los hogares cayó de en torno a un 10 por ciento de la renta disponible a finales de la década de 1970 a un 5 por ciento a finales de la de 1990, principalmente porque la gran mayoría de los estadounidenses terminaron ahorrando aún menos. Este es el misterio que hay que explicar. En vísperas de la crisis financiera, la tasa de ahorro del hogar estadounidense medio había caído a apenas el 3 por ciento, porque la mayoría de los estadounidenses tenían tasas de ahorro negativas: estaban endeudándose y gastando más en bienes, servicios y pagos de intereses de lo que ganaban. Desde la crisis financiera, la tasa de ahorro global de los hogares ha vuelto a ser de alrededor del 6-7 por ciento, el mismo nivel de mediados de la década de 1990.[227]

Las empresas estadounidenses tuvieron una experiencia similar a la de sus colegas de Alemania en las décadas de 1990 y 2000. Animadas por los mercados financieros, las empresas de ambos países fueron excesivamente optimistas sobre la rentabilidad potencial de las nuevas inversiones durante el boom tecnológico. Sus errores las obligaron a pasarse la década siguiente reduciendo gastos y resituando sus inversiones lejos de su mercado local, a países con salarios mucho más bajos. En Alemania, este proceso llevó a un gran y sostenido superávit por cuenta corriente. El hundimiento de la inversión en Alemania fue algo más profundo y duradero que el de Estados Unidos, probablemente debido a unos tipos de interés desfavorablemente altos, a la apreciación de su moneda y a un mercado doméstico más débil.

Después de aproximadamente dos décadas en las cuales la inversión de las empresas estadounidenses permaneció esencialmente estancada, descontada la depreciación y la inflación, el gasto real en capital de las compañías estadounidenses creció un 20 por ciento al año entre 1994 y 2000. La capacidad manufacturera de bienes duraderos —maquinaria industrial, vehículos de motor,

aviones y ordenadores— se expandió a una tasa media anual del 10 por ciento entre comienzos de 1995 y finales de 2000. Desde 1967 hasta 1994, la tasa de crecimiento anual media fue solo del 3 por ciento.

Las compañías y sus inversores acabarían pagando el precio de esta «exuberancia irracional», como la célebre definición de 1996 del presidente de la Reserva Federal Alan Greenspan, con una oleada de bancarrotas empresariales y un descenso de aproximadamente un 40 por ciento de los precios de las acciones estadounidenses. La inversión empresarial neta cayó en más de la mitad entre 2000 y 2003. A lo largo del mismo periodo, la balanza por cuenta corriente del sector empresarial estadounidense pasó del 5 por ciento negativo de la economía estadounidense a un superávit de más del 1 por ciento del PIB. Marcadas por esta experiencia, las compañías estadounidenses decidieron invertir menos, centrándose en el control de costes siempre que fuese posible y en acumular beneficios. La capacidad de fabricar bienes manufacturados durables ha crecido solo un 1 por ciento al año, de media, desde el año 2000. La capacidad manufacturera estadounidense global ha crecido solo un 10 por ciento en total desde el estallido de la burbuja hace casi dos décadas.[228]

Como en el caso de Alemania, el cambio en las prioridades corporativas se manifestó en un cambio en el reparto entre trabajadores e inversores. La compensación a los empleados como porcentaje del valor corporativo añadido neto cayó 9 puntos porcentuales entre 2001 y 2007. Al mismo tiempo, el porcentaje pagado a los inversores en forma de intereses, dividendos, repagos o ingresos repartidos aumentó en 6 puntos porcentuales (el resto fue a parar a manos del Gobierno en forma de unos impuestos más altos sobre los beneficios a medida que menos compañías perdían dinero). Entre finales del año 2000 y mediados de 2006, solo el 37 por ciento del incremento total del valor corporativo neto fue a parar a los trabajadores. Esto era en buena medida comparable a lo que ocurrió en Alemania durante el mismo periodo.

Las compañías estadounidenses han sido aún más comedidas desde la crisis financiera. Después de sustraer la inflación y la depreciación, el gasto en inversión empresarial en 2017 era un 2 por ciento menor que en 2000. La inversión dio un paso adelante en 2018 gracias en parte al incentivo único de los recortes fiscales, pero eso solo sirvió para aumentar la cifra del crecimiento medio anual entre 2000 y 2018 a un poco por debajo del 1 por ciento. Con la notable excepción de los productores de hidrocarburos de lutitas y unas pocas empresas tecnológicas jóvenes, la mayor parte de las compañías estadounidenses

han generado mucho más flujo de caja del que necesitan para financiar su gasto en investigación, desarrollo e inversión.

Este superávit permitió a las empresas estadounidenses no financieras pagar casi un 18 por ciento del valor neto que generaban a acreedores y accionistas en 2010-2014. A los inversores les fue mejor en ese periodo que en cualquier momento desde la década de 1920. Desde comienzos de 2008 hasta finales de 2014, se pagó a los inversores un 34 por ciento del incremento total del valor corporativo neto añadido, lo mismo que en 2001-2006. Aunque ha habido recientemente un cierto reequilibrio a favor de los trabajadores, como ha pasado en Alemania, están aún mucho peor que antes de la década de 2000.[229]

¿Tiene la culpa la política fiscal?

Hay un amplio consenso bipartidista según el cual los estadounidenses son los culpables de su actual déficit por cuenta corriente, porque el Gobierno estadounidense gasta demasiado y recauda demasiado poco. Robert Skidelsky, el ilustre biógrafo de John Maynard Keynes, se quejaba en 2005 de que «Estados Unidos se ha basado en que otros países ajusten sus economías al despilfarrador gasto estadounidense». Su sugerencia era que el Gobierno estadounidense «redujese el consumo doméstico» con alguna combinación de aumento de impuestos y recorte de gastos. George P. Schultz y Martin Feldstein, dos antiguos cargos de la administración de Ronald Reagan, repitieron los argumentos de Skidelsky en 2017. En su opinión, «el gasto deficitario del Gobierno federal, un ejercicio masivo y continuo de desahorro, es el culpable» de los desequilibrios comerciales estadounidenses. Su solución era «controlar ese gasto». Solo unos pocos meses después, en 2018, Jason Furman, un antiguo director del Comité de Consejeros Económicos del presidente Barack Obama, argumentó que «para evitar que crezca el déficit comercial, Estados Unidos debería incrementar el ahorro nacional», «recortando el déficit presupuestario federal». Furman sugería que los estadounidenses deberían «dejar de culpar a otros y empezar a examinar sus propias acciones». Joseph Stiglitz, el izquierdista premio nobel de Economía, entró también en el debate, afirmando que «América ha estado ahorrando muy poco» y que la mejor manera de reequilibrar el comercio estadounidense es «incrementar el ahorro nacional» recortando el

gasto en consumo.[230]

Aunque se pueden criticar muchos aspectos de las políticas estadounidenses, esas críticas en concreto están mal encaminadas. Las decisiones de gasto y de ahorro de cualquier sector individual raramente explican el balance por cuenta corriente global, por muy contraintuitivo que esto parezca a primera vista. Lo que importa es el efecto combinado de las decisiones de gasto y ahorro de los hogares, las empresas y el Gobierno y las distorsiones sistemáticas que determinan todo el efecto combinado.

En Japón, por ejemplo, los hogares han recortado paulatinamente su tasa de ahorro desde comienzos de la década de 1990 a medida que los trabajadores envejecían y se jubilaban. Durante la pasada década, la tasa de ahorro personal japonesa ha sido esencialmente cero. Al mismo tiempo, el Gobierno japonés ha tenido déficits presupuestarios grandes y persistentes desde comienzos de la década de 1990, con una media de alrededor del 6 por ciento del PIB. Y, no obstante, el país ha tenido, sostenidamente, superávits masivos por cuenta corriente. Por definición, los ahorros nacionales han sido mucho mayores que la inversión nacional. En el caso de Japón, esto se debe a que los márgenes empresariales son altos y a que las compañías japonesas son extremadamente reacias a invertir domésticamente. El excedente empresarial es lo suficientemente grande para compensar los déficits del Gobierno y los hogares. El sistema combinado genera altos ahorros y superávits por cuenta corriente incluso cuando los sectores individuales parezcan «derrochadores».[231]

Al mismo tiempo, el balance estadounidense por cuenta corriente no habría sido significativamente diferente incluso aunque el Gobierno estadounidense hubiese intentado contener el consumo por medio de una política fiscal más restrictiva. La razón es que la balanza presupuestaria combinada de las distintas capas del Gobierno estadounidense es un reflejo casi perfecto del comportamiento del sector privado estadounidense. Aumentos de los impuestos y recortes del presupuesto público privan de ingresos a los hogares y las empresas. El consumo y la inversión caen, pero no tanto como la caída de las ganancias. El resultado es que el sector privado ahorra menos y la tasa de ahorro nacional permanece estable. Por el contrario, unos menores impuestos y un mayor gasto público incrementan los ingresos del sector privado. Aunque parte de ese ingreso extra se gasta en consumo e inversión, otra parte se usa para comprar activos financieros. Al menos en Estados Unidos, la política fiscal afecta principalmente a la distribución de los ahorros entre diferentes sectores de la economía, más que

a la cantidad global de ahorros.

De hecho, ha habido muchos ejemplos en los que el déficit total por cuenta corriente se ha ampliado durante un periodo de disciplina fiscal o contraído durante un periodo de grandes déficits presupuestarios. Los cambios en el equilibrio presupuestario del Gobierno de Estados Unidos raramente están alineados con los cambios en el balance global estadounidense por cuenta corriente. El comportamiento del sector privado es al menos igual de importante.

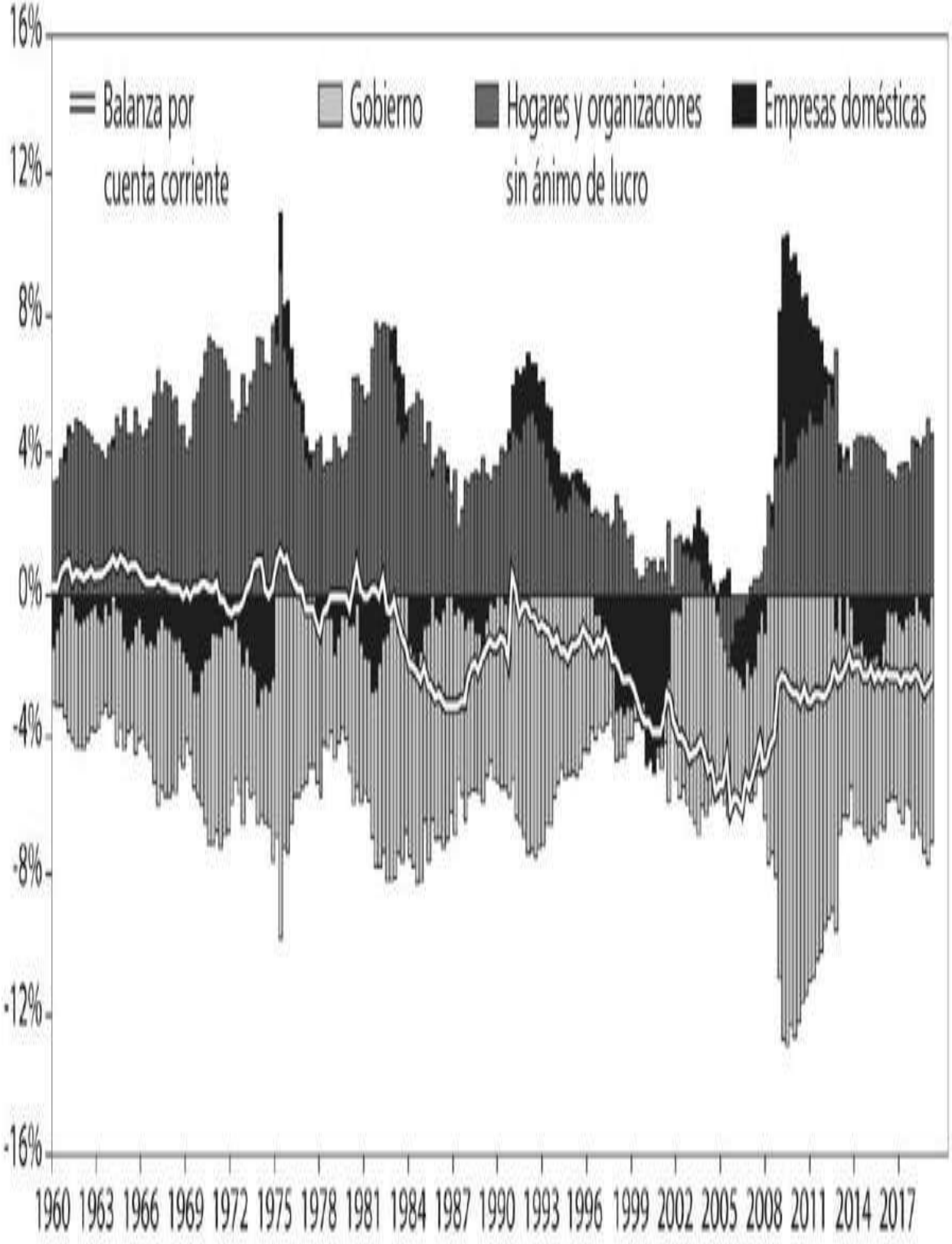
16%
12%
8%
4%
0%
-4%
-8%
-12%
-16%
Balanza por cuenta corriente
Gobierno
Hogares y organizaciones sin ánimo de lucro
Empresas domésticas
1960 1963 1966 1969 1972 1975 1978 1981 1984 1987 1990 1993 1996 1999 2002 2005 2008 2011 2014 2017

Figura 6.2. La política fiscal de Estados Unidos no explica la actual balanza por cuenta corriente (contribución a la balanza agregada como porcentaje del PIB). Fuentes: Oficina de Análisis Económico; cálculos de Matthew Klein.

La creencia de que los cambios en la política fiscal explican cambios en el balance por cuenta corriente se originó en la década de 1980. Y, no obstante, toda la experiencia de Estados Unidos desde entonces sugiere que la cuenta corriente no se ve determinada por el déficit fiscal.

Desde principios de 1983 hasta finales de 1985, Estados Unidos pasó de una cuenta corriente equilibrada a un déficit del 3 por ciento del PIB. A lo largo del mismo periodo, el déficit presupuestario colectivo de los Gobiernos estadounidenses federal, estatales y locales cayó del 8 al 6,5 por ciento del PIB a medida que la economía se recuperaba de la recesión de comienzos de la década de 1980. Este ajuste fiscal fue más que compensado por los hogares y las empresas, que vieron cómo su superávit combinado caía desde aproximadamente un 8 a solo un 3,5 por ciento del PIB.

Hacia 1987, el déficit fiscal había caído al 5 por ciento del PIB gracias al crecimiento económico sostenido y a los aumentos de impuestos y, no obstante, esto se vio completamente compensado por el declive del superávit del sector privado, por debajo del 2 por ciento del PIB. Para 1992, Estados Unidos estaba de nuevo en recesión y el déficit fiscal volvió al 7,5 por ciento del PIB. Y, no obstante, el déficit por cuenta corriente era menos del 1 por ciento del PIB porque el sector privado estadounidense había regresado a un superávit sustancial de casi un 7 por ciento del PIB. A mediados de 1996, el déficit por cuenta corriente estadounidense había crecido ligeramente hasta un 1,5 por ciento del PIB, aunque el déficit fiscal se había reducido a solo un 4 por ciento del PIB —el menor desde la década de 1970—. Por definición, la diferencia puede ser explicada por el sector privado, que vio cómo su superávit colapsaba de nuevo a solo el 2,5 por ciento del PIB.

El déficit por cuenta corriente estadounidense se expandió durante la segunda mitad de la década de 1990, y alcanzó un 4 por ciento del PIB en 2000. Los

estadounidenses estaban colectivamente gastando más de lo que ganaban, y esa diferencia era mayor que en cualquier otro momento desde el siglo XIX. Esto se produjo al mismo tiempo que el presupuesto combinado del Gobierno estadounidense lograba el equilibrio por primera vez desde la década de 1950. La política fiscal se había endurecido dramáticamente, pero esto fue más que compensado por los hogares y empresas estadounidenses, que habían transformado su superávit combinado en un déficit del 4 por ciento del PIB. Este desahorro se debió principalmente al sector empresarial estadounidense, que estaba inmerso en una borrachera de inversiones a pesar de la declinante rentabilidad. Los hogares estadounidenses también estaban gastando más en relación con sus ingresos en la década de 1990.

A mediados de 2003, el déficit por cuenta corriente estadounidense era de aproximadamente un 4,5 por ciento del PIB —ligeramente mayor que en 2000, pero no mucho—. El reparto entre el sector privado y el Gobierno había cambiado radicalmente, sin embargo. Mientras que el superávit público se había transformado en un déficit del 7 por ciento del PIB, esto fue compensado con creces por el sector privado, que pasó de un déficit del 4 por ciento a un superávit de alrededor del 2,5 por ciento del PIB.

El cambio de 7 puntos porcentuales en la posición fiscal del Gobierno casi no tuvo efectos en la balanza de pagos estadounidense porque fue casi compensado por los cambios en el comportamiento privado, particularmente el del sector empresarial, que había rebajado el gasto en inversión, aunque los márgenes habían mejorado. El déficit por cuenta corriente estadounidense siguió creciendo desde entonces hasta 2006, alcanzando un pico de alrededor del 6 por ciento de la economía estadounidense. No obstante, esto ocurrió al mismo tiempo que el déficit presupuestario combinado caía a solo el 3,5 por ciento del PIB, porque el sector privado pasó de un superávit del 2,5 por ciento a un déficit del 2,5 por ciento. Los hogares y las empresas contribuyeron casi por igual a este cambio. Al igual que a finales de la década de 1990, la rectitud fiscal fue más que compensada por el dinero extranjero.

La crisis financiera presentó la misma pauta básica, pero al revés. Entre mediados de 2006 y mediados de 2009, el déficit presupuestario combinado del Gobierno estadounidense se disparó en casi 10 puntos porcentuales del PIB. Esto fue compensado con creces por los hogares y las empresas estadounidenses, que experimentaron un cambio en su posición ahorradora equivalente a 13 puntos porcentuales del PIB. El efecto combinado fue una reducción dramática de la

balanza por cuenta corriente estadounidense a menos del 3 por ciento del PIB.

Lo que ha cambiado es el reparto del gasto entre el sector público y el privado. Antes de que se aprobasen los recortes fiscales a finales de 2017, el déficit público estadounidense había caído a alrededor de un 5,5 por ciento del PIB, mientras que el superávit del sector privado había caído al 3 por ciento. Esto se explica principalmente por drásticos recortes en la inversión pública, descontada la inflación y la depreciación, que cayó un 62 por ciento entre su cenit de 2008 y su nadir de 2014. A pesar de que desde entonces haya habido una modesta recuperación, la inversión real es aún menor que en cualquier momento desde comienzos de la década de 1980. Aunque en parte esto se puede atribuir a una reducción del gasto militar, que desde entonces se ha revertido, en su mayor parte se explica por los recortes de las inversiones en infraestructuras y mantenimiento a nivel estatal y local. Después de la aprobación de los recortes fiscales, el déficit público global se ha ampliado hasta aproximadamente un 7 por ciento del PIB. El impacto en el balance por cuenta corriente hasta ahora ha sido insignificante, sin embargo, debido a que el superávit doméstico privado creció conmensurablemente hasta el 4,5 del PIB.[232]

Las decisiones de los hogares, las empresas y el Gobierno no son suficientes para comprender por qué Estados Unidos ha tenido persistentemente déficits por cuenta corriente en condiciones económicas muy distintas. Cuando un sector recorta sus gastos, otro da un paso adelante para ocupar su lugar. Es más útil pensar en la actual balanza por cuenta corriente como la variable independiente, y en los hogares, las empresas y el Gobierno estadounidenses como agentes que ajustan su comportamiento en respuesta a los influjos financieros desde el exterior. La combinación específica entre préstamos privados y públicos, o entre gasto en capital corporativo y en construcción de viviendas, es, en gran medida, una función de las condiciones domésticas y las políticas estadounidenses. Pero el resultado agregado está determinado fuera de las fronteras de Estados Unidos.

Esta es la razón por la cual, a pesar de compartir tantas características con Alemania, Estados Unidos ha tenido déficits sostenidos por cuenta corriente. La diferencia clave entre Estados Unidos y Alemania es el robusto apetito extranjero por los activos estadounidenses, sin el cual no sería posible ningún déficit por cuenta corriente sostenido. Ese apetito, a su vez, puede ser explicado por el papel especial que desempeña la deuda soberana estadounidense y las obligaciones asociadas a la misma en el sistema financiero internacional.

La forma más sencilla de comprender el sistema actual es ver cómo ha evolucionado. Sorprendentemente, el sistema monetario internacional ha retenido muchas características centrales a lo largo de los últimos dos siglos. El cambio esencial que explica la preponderancia del dólar —y, por tanto, el persistente déficit por cuenta corriente— es el colapso del patrón oro durante la Gran Depresión. A pesar de los repetidos esfuerzos en los subsiguientes noventa años, nadie ha generado un sustituto adecuado. La siguiente mejor alternativa ha sido un régimen centrado en el dólar como el activo de reserva mundial. A partir de aquí, las preguntas obvias son: ¿qué son los activos de reserva?, ¿por qué existen?

Qué son los activos de reserva

El dinero es lo que usa la gente para pagar sus deudas. Aunque pueden coexistir muchos tipos de dinero al mismo tiempo, no toda forma monetaria es aceptada en todo momento. Hay una jerarquía de lo que aceptan los acreedores. Cuando son optimistas, aceptan formas de pago que ocupan puestos bajos en esa jerarquía. Los acreedores discriminan más sobre los medios de pago cuando están nerviosos: el papel moneda está por delante de las carteras de acciones. Los activos de reserva ocupan el primer puesto de la jerarquía monetaria porque su valor monetario es incuestionable. Ese valor se deriva de la combinación de la autoridad del Gobierno y del consenso público. Las personas acumulan activos de reserva para tener la confianza de que su dinero retendrá su utilidad cuando más se necesite.

Durante siglos, el oro fue el activo de reserva supremo. El oro es difícil de destruir, su oferta cambia poco de año en año y su valor no depende de la reputación crediticia de nadie. Los bancos solían emitir billetes al público que podían ser redimidos por cantidades fijas del metal precioso. Al principio, los bancos cobraban una tarifa a los depositantes por almacenar oro a su nombre. Más adelante, cuando quedó claro que los billetes redimibles podían funcionar como dinero, los bancos se beneficiaron de emitir más billetes que el valor del oro que tenían en sus reservas y de emplear los billetes adicionales para hacer préstamos a interés. Esto funcionaba en tanto la mayoría de la gente estuviese satisfecha teniendo billetes en lugar de oro.[233]

Los problemas surgían cuando los billetes inmediatamente redimibles eran usados para respaldar préstamos a más largo plazo y demasiados poseedores de esos billetes intentaban redimirlos al mismo tiempo por oro. Los bancos podían negarse a intercambiar oro por billetes «suspendiendo la convertibilidad». En otras ocasiones, los bancos intentaron aplacar a los detentadores de billetes ofreciendo solo una parte del oro prometido. De una manera u otra, los bancos no cumplían con sus obligaciones. Los poseedores de billetes se dieron cuenta de repente de que su dinero no era tan bueno como pensaban. Creyéndose más pobres, recortaban su gasto y vendían activos para acaparar dinero que ocupase puestos superiores en la jerarquía. Cuando un número suficiente de bancos se ven afectados al mismo tiempo, el resultado es una crisis financiera.[234]

Los bancos centrales surgieron como respuesta a estas crisis. Podían prestar oro a los bancos privados a cambio de derechos sobre otros activos en poder de los bancos. Unos poseedores de billetes irrazonablemente en pánico podían convertir su papel moneda en oro y la crisis finalmente se detendría. La clave era proteger a aquellos bancos que eran técnicamente solventes, pero para los cuales la desconexión entre activos y obligaciones les hacía imposible redimir derechos siempre que se les solicitaba. Solo los bancos genuinamente insolventes se hundirían, al menos en teoría. Estos prestamistas de último recurso acabaron imprimiendo sus propios billetes, respaldados por oro, porque eran más fáciles de transportar y podían imprimirse a voluntad. Al final, los bancos depositaron su oro en el banco central y pasaron a considerar estos billetes del banco central como su principal activo de reserva. El oro aún sostenía todo el sistema, pero la credibilidad de la vinculación al oro pasó de los prestamistas privados a los Gobiernos nacionales.

Hacia el siglo XIX, este proceso había transformado las obligaciones de ciertos bancos centrales, especialmente el Banco de Inglaterra, en activos de reserva casi tan buenos como el oro. Igualmente, los derechos sobre los bancos británicos más fiables eran también considerados aproximadamente equivalentes al oro —incluso cuando estuviesen fuera del Imperio británico—. El patrón oro se había convertido a todos los efectos en un patrón de papel moneda.

En vísperas de la Primera Guerra Mundial, el Banco de Inglaterra tenía solo el 3,4 por ciento de las reservas de oro mundiales, y menos del 5 por ciento de sus billetes estaban respaldados por oro. No obstante, muchos de los Gobiernos del mundo se sentían cómodos acumulando libras británicas como activo de reserva para cubrir las importaciones y las deudas externas. Aparte de las cuatro grandes

economías —Francia, Alemania, el Reino Unido y Estados Unidos—, las monedas emitidas por otros Gobiernos suponían alrededor de una tercera parte de todos los activos de reserva (el resto era oro). Más allá de la Europa continental, donde el franco francés y el marco alemán eran más prevalecientes, y Canadá, cuyas reservas eran en forma de dólares estadounidenses, la libra esterlina era de lejos la moneda de reserva predominante. Casi todos los activos de reserva de Japón en 1913, por ejemplo, eran derechos financieros emitidos por el Gobierno y los bancos del Reino Unido, y no tanto oro u otras monedas extranjeras.[235]

Durante la guerra, todas las grandes potencias excepto Estados Unidos suspendieron la convertibilidad del papel moneda en oro físico. Los Gobiernos estaban imprimiendo dinero para pagar sus esfuerzos de guerra y se habrían quedado sin oro rápidamente si hubiesen dejado que los poseedores de billetes cambiasen papel moneda por metal. En la Conferencia de Génova de 1922 las potencias acordaron restaurar algo parecido al patrón oro de preguerra. El objetivo era frenar la inflación y volver a la normalidad.

En el patrón oro tradicional, se suponía que la oferta crediticia de cada país estaba constreñida por la cantidad de oro en manos de sus Gobiernos y sus bancos. Los prestamistas privados podían crear derechos de papel moneda sin límite, pero no estaban muy inclinados a hacerlo, porque esos derechos podían, en última instancia, intercambiarse por una oferta finita de oro. Esta constricción era débil, como demostraba la cobertura aurífera limitada del Banco de Inglaterra en 1913, pero era real. El corolario era que se suponía que los influjos de oro desincentivarían préstamos y gastos adicionales, aumentando los precios y la producción en el país que estaba recibiendo más metal precioso.

Se suponía que esa combinación haría imposible unos desequilibrios globales persistentes. Los países con superávit recibirían oro, lo que impulsaría el crédito local e inflaría los salarios y los precios. Eso llevaría a un mayor gasto, incluyendo en importaciones, aunque las exportaciones se encareciesen. Los países con déficits se verían forzados a deflactar los precios de sus exportaciones y recortar su gasto en importaciones a medida que se restringía la oferta crediticia. Al final, los cambios en los flujos comerciales provocarían una reversión de los flujos auríferos, poniendo fin a los booms en los países con superávit y a las crisis en los países con déficits. El ajuste no sería indoloro, pero sí sería simétrico.

El restaurado patrón oro fracasó en la década de 1920 porque Francia y Estados Unidos esquivaron el que, por lo demás, había sido un sistema bastante flexible, evitando que sus economías domésticas respondiesen a los influjos de oro de la manera usual. Francia había restablecido el valor oro del franco muy por debajo del que tenía antes de la guerra, lo que limitó las importaciones y disminuyó el precio de las exportaciones francesas. Aunque Estados Unidos no cambió el valor oro del dólar, su tasa de cambio se había depreciado en relación con las monedas europeas porque había experimentado mucha menos inflación durante la guerra y, además, había tenido más éxito en revertirla una vez finalizada esta (ello, a su vez, era consecuencia de la mayor capacidad productiva de Estados Unidos en relación con sus necesidades domésticas durante y después de la guerra). Como en el caso de Francia, esto impulsó las ganancias estadounidenses por exportaciones, mientras que desincentivaba las importaciones. Los estadounidenses estaban también ganando unos intereses sustanciales por los préstamos a sus aliados durante la guerra, así como por sus préstamos de posguerra a Alemania. En otras palabras, tanto Francia como Estados Unidos estaban obteniendo masivos superávits por cuenta corriente. La consecuencia necesaria era que Francia y Estados Unidos estaban recibiendo grandes flujos de oro del resto del mundo.

Estos flujos de oro deberían haber impulsado el poder de compra de Francia y Estados Unidos al mismo tiempo que encarecían las exportaciones francesas y estadounidenses en los mercados mundiales. Los desequilibrios deberían haberse autocorregido y generado una reversión de los flujos auríferos. Sin embargo, el Banco de Francia y la Reserva Federal de Estados Unidos «esterilizaron» sus importaciones de oro para mantener bajo control la inflación doméstica y seguir siendo internacionalmente competitivos. En lugar de expandir el dinero y el crédito, el oro que entraba en Francia y Estados Unidos desapareció, a todos los efectos, del sistema financiero global. Esta decisión incrementó dramáticamente los activos de reserva en manos francesas y estadounidenses, distorsionó la economía mundial y, en última instancia, destruyó el sistema monetario acordado en Génova. No habría un ajuste simétrico por parte de los acreedores. En la década de 1920, los países con déficits decidieron honrar sus compromisos internacionales en oro a costa de las condiciones económicas domésticas.

No obstante, cuando estalló la Gran Depresión, esta opción ya no era sostenible. El primer país que sucumbió a la tentación de abandonar el patrón oro fue el Reino Unido, en septiembre de 1931. Los países escandinavos y Japón le siguieron un poco después. Irónicamente, el temor de la Reserva Federal a

perder las reservas de oro de Estados Unidos le llevó a endurecer las condiciones crediticias y a exacerbar las quiebras bancarias hasta que el Gobierno rompió la vinculación del dólar con el oro en 1933. Francia fue el país que aguantó más, depreciando finalmente el franco en 1936 tras años de debilidad doméstica y decreciente competitividad comercial. Alemania mantuvo técnicamente su vinculación al oro hasta su derrota por los Aliados, pero a costa de controles draconianos al movimiento de dinero fuera del país, incluyendo la pena de muerte para cualquiera que pagase deudas extranjeras en divisas. Desconectado del sistema financiero internacional, el régimen nazi recurrió al trueque para conseguir lo que necesitaba, vendiendo manufacturas avanzadas por materias primas, a menudo a la Unión Soviética, su teórico adversario ideológico. A finales de la década, los últimos vestigios del patrón oro de preguerra y de los intercambios basados en el patrón oro habían desaparecido.[236]

Bretton Woods, el ascenso del dólar y el nacimiento del «privilegio exorbitante»

Menos de un mes después del desembarco de Normandía, setecientos veinte delegados de cuarenta y cuatro países aliados se reunieron en Bretton Woods, Nuevo Hampshire, para discutir la forma que adoptarían el comercio y las finanzas internacionales tras la guerra. Todo el mundo estuvo de acuerdo en que el patrón oro cambiario de la década de 1920 había sido un fracaso y que la anarquía monetaria de la década de 1930 había exacerbado la quiebra del comercio y el auge del militarismo. Se necesitaba un nuevo orden para promover la cooperación internacional y la estabilidad económica. La cuestión era cómo sería ese nuevo orden.

John Maynard Keynes se había pronunciado enérgicamente en contra de las reparaciones punitivas impuestas a Alemania en 1919, había advertido en 1925 a Winston Churchill contra la vuelta al patrón oro a una tasa de cambio sobrevalorada y había escrito el que sigue siendo uno de los mejores análisis de los ciclos económicos y la Gran Depresión. Representó la posición británica en Bretton Woods, que era evitar que volviesen los desequilibrios de la década de 1920 y asegurar que los costes de los ajustes fueran compartidos tanto por los países con superávit como por los países con déficit.

Keynes era muy consciente de cómo se había deteriorado la economía británica en la década de 1920 por su decisión de mantener una tasa de cambio sobrevalorada (esa decisión, a su vez, había sido motivada por el deseo de Gran Bretaña de preservar el valor de los activos en libras esterlinas acumulados por residentes de la India y la Commonwealth antes y durante la guerra). Aunque Gran Bretaña mantuvo un superávit global por cuenta corriente, su déficit comercial se había disparado debido al colapso de las exportaciones y al desplazamiento de la industria doméstica por las importaciones. Keynes comprendió como pocos que unos déficits persistentes podían ser originados tanto por problemas en el exterior como por problemas domésticos.

Su propuesta era que todas las finanzas comerciales fuesen zanjadas por un único «banco internacional de liquidaciones» que usaría su propia unidad de pagos, el «bancor». Cada país tendría su propia cuenta, ingresaría bancores por la venta de exportaciones y pagaría por sus importaciones usando balanzas acumuladas de bancores. Los países podrían incurrir en descubiertos hasta una cierta cantidad, pero tendrían que devaluar su tasa de cambio doméstica frente al bancor si el descubierto fuese demasiado grande. Un elemento crucial es que su propuesta penalizaba tanto a países que tuvieran demasiados bancores como a los que tenían déficits de bancores. Los límites al descubierto eran, a todos los efectos, simétricos, de manera que cualquier exceso en el balance de los bancores sería confiscado y puesto en un fondo de reserva. Alternativamente, los países con superávits tendrían que apreciar sus monedas frente al bancor. El objetivo era promover un comercio equilibrado y facilitar ajustes cooperativos en las tasas de cambio.

Estados Unidos vetó este plan. Los negociadores estadounidenses querían que el resto del mundo usase el dólar como la moneda del comercio y las finanzas internacionales en un sistema de tasas de cambio fijas. Estados Unidos insistía —retrospectivamente, de manera absurda— en que no habría ningún mecanismo para distribuir la carga del ajuste entre países con superávits y países con déficits. Los países incapaces de financiar sus déficits por cuenta corriente tendrían simplemente que recortar su gasto doméstico y fomentar la tasa de ahorro nacional, ya fuese mediante depreciación, ajuste del déficit público, aumento del desempleo o algún otro mecanismo. Los países con superávit, por otra parte, no se enfrentarían a ninguna presión para ajustarse gastando más. Un «fondo monetario internacional» ofrecería préstamos temporales de emergencia a países bajo presión para defender su vinculación al dólar. Los países podían devaluar frente al dólar, pero solo por cantidades limitadas, a menos que

contasen con la autorización explícita del FMI.

En ese momento, parecía un acuerdo favorable a Estados Unidos, porque este país no quería ser penalizado por sus grandes superávits o sacrificar su posición como el mayor acreedor del mundo. Pero los estadounidenses también creían que su gasto doméstico se había inflado por los gastos de guerra y caería una vez que la guerra hubiese terminado. Es más, los estadounidenses (acertadamente) esperaban que su abundante capacidad productiva sería necesaria para compensar la destrucción de Europa y Asia. Unos grandes superávits comerciales estadounidenses, y los correspondientes flujos financieros hacia el exterior necesarios para reconstruir un mundo destrozado por dos guerras mundiales, serían algo bueno para la economía global, no un desequilibrio indeseable que penalizar.

El sistema propuesto por Estados Unidos favoreció que los bancos centrales del resto del mundo acumulasen obligaciones del Gobierno estadounidense como activos de reserva. Este fue el resultado natural de reemplazar el patrón oro por un patrón dólar. Al igual que en el caso del patrón oro, los bancos centrales tenían que gestionar el vínculo entre el valor de su papel moneda y el activo de reserva. Al mismo tiempo, los bancos centrales necesitaban poder otorgar préstamos de emergencia a los bancos del sector privado en épocas de crisis. Para la Reserva Federal de Estados Unidos, esto era fácil, dado que el activo de reserva era el dólar estadounidense. Podría crear tantos dólares como fuera necesario sin preocuparse por el tipo de cambio. En el resto del mundo, la tensión entre las prioridades internacionales y las domésticas solo podría resolverse acumulando activos denominados en dólares para emplearlos cuando fuera necesario.

Esto también parecía en ese momento un buen acuerdo para Estados Unidos. Había creado un mercado cautivo para sus deudas que suprimiría los costes de la deuda, liberando recursos para recortar impuestos y gastar más en lo que quisiera la gente. También significaba que el Gobierno estadounidense tendría mucha más capacidad para inflar el gasto doméstico que los Gobiernos extranjeros. Por definición, con un patrón dólar, no había un tipo de cambio fijo que defender. Valéry Giscard d’Estaing, ministro de Finanzas bajo el presidente Charles de Gaulle, sería el que, al final, le pondría nombre a este «privilegio exorbitante».

Los europeos aceptaron a regañadientes este acuerdo porque estaban protegidos contra un abuso del sistema por parte de Estados Unidos: podían intercambiarse

dólares por oro a una tasa fija de 35 dólares por onza. En tanto Estados Unidos retuviese la confianza de sus aliados, el sistema monetario de posguerra perduraría. Sin embargo, si esos aliados creían que Estados Unidos se estaba aprovechando de ellos devaluando su moneda, podrían preservar el valor de sus reservas convirtiendo sus dólares en oro.[237]

«Nuestra moneda, pero vuestro problema»

Robert Triffin era un economista monetario belga que comenzó a dar clases en la Universidad de Harvard en 1939 y se hizo ciudadano estadounidense tres años después. Hacia finales de la década de 1950, había llegado a la conclusión de que el régimen de Bretton Woods era intrínsecamente inestable debido a la inherente tendencia de las obligaciones en dólares a crecer más rápidamente que la oferta de oro. No había límite a la cantidad de dólares que podían poseer los extranjeros, pero había una cantidad limitada (y declinante) de oro en los depósitos de Fort Knox, Kentucky. El Gobierno estadounidense bajo el patrón oro era como un banco que emitía una creciente cantidad de billetes en exceso de sus declinantes reservas, beneficiándose de la diferencia, pero siempre vulnerable a un pánico bancario. Como dijo en su testimonio ante el Congreso en octubre de 1959, «hemos estado prestando a gran escala —incluso regalando dinero— mientras, al mismo tiempo, nos endeudábamos a corto plazo y perdíamos oro».[238]

Durante la década de 1950, los estadounidenses gastaban menos de lo que ganaban: descontando la ayuda externa, el superávit por cuenta corriente medio en esos años era de alrededor del 1 por ciento del producto interior bruto. Esto también significaba, por definición, que los estadounidenses compraban más activos en el exterior de lo que compraban los extranjeros en Estados Unidos. El problema era que los influjos por cuenta corriente eran significativamente menores que los flujos al exterior de la cuenta financiera. La balanza de pagos se equilibraba solo porque los estadounidenses estaban financiando parte de sus inversiones extranjeras vendiendo derechos respaldados por su oferta finita de activos de reserva. El dólar estaba sobrevaluado, pero en lugar de dejar que la moneda se depreciase, los estadounidenses estaban transfiriendo derechos sobre oro en el exterior para mantener una valoración poco razonable. Hacia finales de

la década de 1950, los extranjeros empezaron a ejercer sus derechos a convertir las reservas de dólares en oro físico: las reservas de oro estadounidenses cayeron alrededor de un 15 por ciento entre finales de 1957 y finales de 1959. En principio, los residentes del Reino Unido fueron los más agresivos en la redención de dólares por metal precioso, pero más tarde fueron reemplazados por los franceses.

Triffin temía que la creciente diferencia entre las reservas estadounidenses reales de oro y las demandas extranjeras sobre el oro estadounidense socavaría la credibilidad del dólar y, al acelerar la conversión de dólares en oro, precipitaría una crisis. Los bancos centrales extranjeros intentarían, todos a la vez, cambiar sus dólares por oro, y aunque algunos lo conseguirían, la mayoría no podría. Los billetes emitidos por el banco del mundo se pondrían en entredicho, el dinero y el crédito colapsarían y la economía global caería en la deflación y la depresión. El Gobierno de Estados Unidos podría intentar limitar la acumulación de dólares por parte de extranjeros para defender el tipo de cambio fijo vinculado al oro, pero esto «privaría al resto del mundo de la que es, de lejos, la mayor fuente de la liquidez internacional requerida por una economía mundial en expansión». El «dilema» de Triffin era optar entre un modelo insostenible de finanzas globales o un crédito perpetuamente estrangulado.[239]

Las cosas empeoraron una vez que John F. Kennedy empezó a parecer un serio candidato presidencial. Había hecho campaña a favor de un mayor gasto social, recortes fiscales y rearme militar —una combinación que se pensaba que podría generar un riesgo de inflación—. Las reservas de oro estadounidenses cayeron otro 9 por ciento en 1960. El Reino Unido, Suiza, los Países Bajos, Francia y Bélgica fueron los principales destinatarios. Lo que era aún más preocupante, el precio del oro en Londres alcanzó un pico de casi 40 dólares la onza en octubre de 1960, muy por encima de la tasa de cambio oficial de 35 dólares. Aunque el precio cayó gracias a la intervención de la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra, era una advertencia de lo que podía ocurrir.[240]

Para evitar ese riesgo, la Reserva Federal de Nueva York comenzó a enviar representantes al Banco de Pagos Internacionales en Basilea para convencer a los europeos de que mantuviesen sus reservas en dólares. Estados Unidos y siete aliados europeos formaron la Reserva de Oro de Londres para fijar el precio internacional del oro en 35 dólares la onza. Se le otorgó nuevos poderes al Fondo Monetario Internacional para prestar oro a Estados Unidos en caso de emergencia. La Reserva Federal estableció líneas swap con bancos centrales

extranjeros para prestar y pedir prestadas divisas. El Tesoro de Estados Unidos emitió los llamados bonos Roosa denominados en divisas extranjeras, como el marco alemán, para evitar que los europeos atrajesen oro (el nombre venía del funcionario del Tesoro Robert Roosa). El Congreso aprobó una «tasa de armonización de intereses» para desincentivar que los estadounidenses invirtiesen en el exterior. A los receptores de ayuda externa se les dijo que gastasen sus dólares en exportaciones estadounidenses.[241]

Para sorpresa de muchos, incluyendo el propio Triffin, estas medidas ayudaron a preservar Bretton Woods durante otra década. Pero no fueron suficientes. En total, Estados Unidos perdió casi diez mil toneladas de reservas de oro —justo la mitad de sus reservas totales— entre finales de 1957 y marzo de 1968. Francia y el Reino Unido se quedaron con la mitad, y la mayor parte del resto fue a parar a otros países de Europa Occidental, como Austria, Bélgica, los Países Bajos, España y Suiza.[242]

Unos flujos hacia el exterior de esta magnitud hicieron imposible que la Reserva de Oro de Londres mantuviese el precio del oro a 35 dólares la onza. Hacia marzo de 1968, el cartel se vio obligado a cerrar y Estados Unidos declaró que solo permitiría a los bancos centrales el derecho de intercambiar dólares por oro al precio estatutario de 35 dólares. El resultado fue un mercado a dos niveles: los bancos centrales podían teóricamente intercambiar oro por dólares a 35 dólares la onza, mientras que el resto del mundo estaba cambiando el metal precioso a más de 43 dólares la onza hacia 1969. No obstante, el precio del oro volvería a 35 dólares a finales de ese año, gracias en parte a la recesión de 1969-1970.

Hacia mediados de 1971 las cosas volvieron a cambiar. Para mayo, el precio del oro en Londres había sobrepasado los 40 dólares y el Bundesbank decidió dejar que el marco alemán flotase frente al dólar. Para agosto, las amenazas constantes a las reservas de oro estadounidenses, el creciente desempleo y el fuerte deterioro de la balanza comercial estadounidense convencieron al presidente Richard Nixon de poner fin a la convertibilidad de los dólares en oro. El régimen de Bretton Woods había, finalmente, dejado de existir.[243]

El sistema de Bretton Woods podría haber durado mucho más si los poseedores extranjeros de dólares estadounidenses se hubiesen negado a convertir sus reservas en oro. El banco del mundo habría seguido incrementando su balance, acumulando más y más derechos a largo plazo con el resto del mundo, al mismo tiempo que vendía más y más activos de reserva a corto plazo. El problema era

la inflación: el dólar continuó perdiendo valor con respecto a bienes y servicios —incluyendo los bienes y servicios necesarios para extraer el oro—. Los precios al consumo en Estados Unidos aumentaron alrededor de un 40 por ciento entre comienzos de 1958 y finales de 1970, mientras que el precio oficial del metal amarillo permaneció inalterado. Esto redujo los márgenes de los productores de oro e impidió que la oferta se expandiera lo suficiente.[244]

Lo que es más importante, el sistema de cambio fijo exportó la inflación estadounidense al resto del mundo. Como dijo el secretario del Tesoro John Connally hablando con sus colegas europeos, el dólar era «nuestra moneda, pero vuestro problema». Charles de Gaulle se quejaba de que los estadounidenses podían librar costosas guerras contra los comunistas en el Sudeste Asiático y contra la pobreza en casa sin tener que subir los impuestos o recortar las importaciones. Los líderes alemanes eran más circunspectos, pero, aun así, culpaban al despilfarro estadounidense por el aumento acelerado de los precios a finales de la década de 1960. Ambos habían respondido racionalmente reemplazando dólares por oro hasta que hundieron el sistema.

Algunos economistas argumentarían más adelante que si los políticos estadounidenses hubiesen controlado mejor la inflación, quizá tolerando un desempleo doméstico significativamente superior, los europeos podrían no haberse visto compelidos a romper Bretton Woods. Si las cosas hubiesen sido así, el mundo habría adoptado gradualmente un patrón dólar global para reemplazar al patrón oro y la Reserva Federal habría establecido la política monetaria para el planeta entero. En lugar de ello, el mundo entró en lo que en ese momento fue considerado un periodo de anarquía monetaria. Los tipos de cambio oscilaron salvajemente en las décadas de 1970 y 1980. Los europeos —especialmente los franceses— odiaban tanto esta situación que intentaron recrear un sistema de tipo de cambio propio, estableciendo al final el euro como un reproche gaullista a los estadounidenses y a sus economistas, que habían presionado en favor de tipos de cambio flotantes.

Pero, a pesar de todas las quejas sobre privilegios exorbitantes e inflación importada, los europeos estaban más que dispuestos a exacerbar los fallos del sistema al mismo tiempo que se beneficiaban del gasto estadounidense. Vendían sus exportaciones al próspero mercado estadounidense y dependían del gasto militar de Estados Unidos para protegerse de los soviéticos. Los estados de bienestar europeos podrían no haber sido asequibles sin una fuerte demanda externa y unos presupuestos de defensa reducidos. La incapacidad de Estados

Unidos de sostener el tipo de cambio fijo del dólar con respecto al oro fue causada por las mismas fuerzas que ayudaron a Europa a prosperar. La solución fue romper el vínculo con el oro. Esto, sin embargo, no solventó el problema subyacente. La demanda externa de activos estadounidenses no hizo más que crecer después de 1971, distorsionando cada vez más las economías global y estadounidense.[245]

Exceso de ahorros, manipulación mercantilista y Bretton Woods II

El mundo finalmente se ajustaría al nuevo régimen. Aunque países como Nueva Zelanda y Suecia han prosperado dejando que sus propias monedas flotasen libremente y con políticas monetarias independientes, la mayor parte de los países rechazaron este enfoque. Algunos intentaron estabilizar sus tasas domésticas de inflación pegando sus monedas a países con credibilidad monetaria, como Alemania (si estaban en Europa) o Estados Unidos (si estaban en cualquier otro lugar). Otros decidieron gestionar sus monedas frente al dólar y el marco alemán con la esperanza de fomentar la inversión extranjera y el desarrollo de mercados de exportación. La mayor parte del comercio internacional en bienes manufacturados está ahora denominada en dólares por conveniencia, aunque la mayor parte de las transacciones no impliquen directamente a Estados Unidos. La sorprendente popularidad de las tasas de cambio fijas a partir de la década de 1980 ha llevado a algunos estudiosos a hablar de la emergencia de Bretton Woods II.[246]

Al principio, estos regímenes fijos y cuasi fijos de tipos de cambio eran sostenidos nada más que por compromisos verbales y por la confianza de los que comerciaban. Los Gobiernos con monedas a tipo de cambio fijo no tenían, ni de lejos, suficientes divisas fuertes —dólares, marcos alemanes y yenes— para defenderlas si su tipo de cambio fijo se cuestionaba. Acumular esas reservas era caro: el dinero gastado en comprar activos era dinero que podía haberse gastado en carreteras y hospitales. Esto creó una diferencia sistemática entre la oferta de activos de reserva y la cantidad de dinero vinculada a esos activos, igual que lo que ocurría con el patrón oro antes de la Primera Guerra Mundial. Esa diferencia no era un problema en la medida en que las condiciones económicas subyacentes sustentasen el tipo de cambio fijo.

Sin embargo, si las condiciones subyacentes cambiaban, la ausencia de unas reservas adecuadas significaba que los Gobiernos tendrían que escoger entre defender sus compromisos imponiendo una austeridad extrema a sus ciudadanos, establecer sus tipos de cambio a un nivel más asequible o abandonar completamente el tipo de cambio fijo. Raramente los Gobiernos cuentan con muchas opciones. Las economías y los mercados financieros son fenómenos sociales en los que las creencias afectan a la realidad. En la mayoría de los casos, la mera posibilidad de una devaluación llevaría a los inversores extranjeros y locales a sacar su dinero del país. Sus acciones empujarían al alza los tipos de interés, incrementando así los costes de mantener el tipo de cambio fijo hasta que fuese imposible de sostener. El gestor de fondos de inversión George Soros, que obtuvo algunos de sus mayores éxitos apostando por el colapso de los frágiles regímenes de tipos de cambio, describió este proceso que se refuerza a sí mismo como «reflexividad».[247]

Las devaluaciones son a menudo beneficiosas para países en los que los hogares, las empresas y el Gobierno se endeudan en sus propias monedas, porque romper el tipo de cambio fijo permite al banco central local reducir los tipos de interés y facilitar las condiciones de crédito. El ejemplo clásico es el Reino Unido, que fue expulsado del Mecanismo de Tipo de Cambio Europeo en 1992 por la diferencia entre su economía en recesión y el boom temporal alemán provocado por la reunificación (George Soros jugó lo que retrospectivamente puede considerarse un papel constructivo apostando a que el tipo de cambio fijo vinculado al marco alemán no podría mantenerse, lo que incrementó el coste que tenía que pagar el Gobierno británico por su régimen monetario). Liberado del tipo de cambio fijo con respecto al marco, el Reino Unido pudo aplicar políticas monetarias más laxas y comenzó a recuperarse casi inmediatamente.

Por el contrario, aquellos países con una deuda excesiva en moneda extranjera encontrarían extraordinariamente dolorosas las devaluaciones, sobre todo porque la moneda depreciada aumenta el valor de esas deudas en relación con la actividad económica. Muchos países de Latinoamérica se endeudaron en dólares en la década de 1970 solo para verse después obligados a devolver sus deudas a unos tipos de cambio desfavorables en la década de 1980. Con la notable excepción de Taiwán, que compró 70.000 millones de dólares en reservas de divisas en la década de 1980 —lo equivalente a un año de producción económica —, la mayoría de los países fuera de Latinoamérica no pensaron que tuvieran mucho que aprender de esa experiencia. Taiwán, por supuesto, era un caso poco corriente, porque el Gobierno sabía que no podría acceder nunca a préstamos de

emergencia del FMI si alguna vez tenía problemas.[248]

La crisis financiera asiática de 1997-1998 lo cambió todo. Durante años, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas y Tailandia habían atraído unos sustanciales influjos financieros de ahorradores de Norteamérica, Europa y Japón. Todos esos países estaban creciendo rápidamente —los niveles de vida de Corea ya habían convergido con los de Nueva Zelanda y España, mientras que Malasia tenía un nivel de desarrollo parecido al de Europa Central— y todos habían mantenido un tipo de cambio estable frente al dólar en la década de 1990. Por varias razones, las cosas empezaron a cambiar en la primera mitad de 1997. Para muchos, especialmente el FMI, esto fue una sorpresa. Como escribió retrospectivamente Timothy Lane, entonces jefe de la División de Evaluación de Políticas del FMI, los países de la crisis asiática «tenían superávits fiscales, altas tasas de ahorro privado y baja inflación». Para Lane y sus colegas, «sus tipos de cambio no parecían insostenibles».[249]

El problema era que los bancos y las empresas en los países afectados se habían endeudado excesivamente en moneda extranjera para elevar los precios de los activos domésticos. Peor aún, la deuda era a menudo a corto plazo. En tanto el dinero siguiera fluyendo, los tipos de cambios se mantenían estables, los mercados de valores e inmobiliario seguían subiendo y la situación parecía sostenible. Sin embargo, unos cambios relativamente pequeños en el sentimiento de los mercados podrían —y lo hicieron— llevar a una cascada que se retroalimentaba de caída de los precios de los activos, depreciación monetaria y aumento de los tipos de interés. El error no era que estos países hubiesen pedido préstamos al exterior para financiar su desarrollo, sino que habían estructurado sus obligaciones de tal manera que eran propensos a colapsar.[250]

Indonesia fue la más afectada. Su moneda, la rupia, perdió el 80 por ciento de su valor entre enero de 1997 y julio de 1998. La renta per cápita cayó en más de un 14 por ciento entre 1997 y 1999. El caos fue tan traumático que llevó al colapso del régimen de Suharto, que había gobernado Indonesia desde 1967, y a la independencia de Timor Oriental, que estaba ocupado desde 1975. La economía de Indonesia, además, se recuperó lentamente: los niveles de vida medios no volvieron a su nivel anterior a la crisis hasta mediados de la década de 2000. A Tailandia y Malasia solo les fue marginalmente mejor al principio. Sus niveles de vida cayeron un 12 por ciento y un 10 por ciento, respectivamente, pero se recuperaron algo más rápidamente. A Corea del Sur y Filipinas les fue relativamente mejor, con recesiones menores y recuperaciones más rápidas.

Los préstamos de emergencia del FMI y otros prestamistas internacionales —así como una sustancial flexibilización de la política monetaria por parte de la Reserva Federal— ayudaron a detener la crisis, pero esta ayuda no fue barata: los Gobiernos tuvieron que seguir sus recomendaciones si querían la ayuda. Muchas de estas recomendaciones, aunque quizás individualmente justificables, a menudo parecían ser bofetadas dirigidas a los Gobiernos que solicitaban la ayuda. Uno de los ejemplos más notables en ese sentido fue la demanda del FMI al Gobierno indonesio para que pusiese fin a su monopolio del clavo, que se usaba en la fabricación de cigarrillos. El monopolio era una fuente de beneficios para Suharto y sus amigos a costa de los campesinos indonesios corrientes y debería haber sido abolido, pero tenía poco que ver con la crisis que afectaba al sistema financiero y a la economía.[251]

Otras recomendaciones fueron completamente contraproducentes. Los recortes en el gasto público y los aumentos de impuestos no restauraron la confianza del inversor, pero sí que redujeron el gasto doméstico. Se suponía que aumentar los tipos de interés ayudaría a reconstruir la credibilidad y contener los flujos hacia el exterior, pero la contracción resultante de la actividad económica simplemente consiguió que la población de los países en crisis estuviese crecientemente desesperada por sacar su dinero fuera. Más adelante, el FMI admitiría que sus «programas fueron inicialmente menos exitosos de lo que se esperaba» porque el consumo y la inversión cayeron mucho más de lo que habían anticipado, debido en gran medida a las políticas que recomendaron. Eso, a su vez, llevó a sustanciales ajustes por cuenta corriente, impulsados principalmente por fuertes caídas en las importaciones a medida que las empresas y los hogares de los países afectados recortaban el gasto.[252]

La experiencia fue tan dolorosa, y tan humillante, que toda una generación de políticos se comprometió a no repetirla nunca. Eso suponía adquirir reservas extranjeras a una escala sin precedentes para evitar tener que recurrir de nuevo al FMI. En la víspera de la crisis asiática, los Gobiernos de todo el mundo debían alrededor de 970.000 millones de dólares en activos de reserva denominados en dólares, y una gran parte de esas reservas eran propiedad de los Gobiernos europeos y de Japón. Hacia mediados de 2008, sin embargo, la suma había crecido hasta 5,2 billones de dólares, la mayoría en manos de Gobiernos de países pobres. El trauma de la crisis financiera global fomentó una acumulación aún mayor: a comienzos de 2019, los Gobiernos extranjeros poseían alrededor de 8 billones de dólares en activos denominados en dólares.[253]

La consecuencia necesaria de todo ello ha sido una reducción del gasto doméstico en países que acumularon reservas. Los bancos centrales y los fondos soberanos compraron activos financieros extranjeros con un poder de compra que, de otra manera, se habría empleado para financiar nuevas importaciones. Los Gobiernos incrementaron su riqueza a costa de los hogares corrientes, que gastaron menos en bienes y servicios. El deseo comprensible de curarse en salud ha llevado, por tanto, a una escasez crónica de demanda —y a grandes superávits comerciales— en gran parte de Asia Oriental. Con independencia de las intenciones, la combinación de grandes y persistentes superávits comerciales, compras sostenidas, con apoyo estatal de activos financieros extranjeros, y unos tipos de cambio dirigidos han sido el equivalente económico al mercantilismo a través de la manipulación monetaria. En lugar de aranceles o cuotas para desincentivar las importaciones, los Gobiernos simplemente mantuvieron a un nivel bajo el valor de sus monedas, suprimieron los tipos de interés y subsidiaron a los exportadores, ganando cuota de mercado al mismo tiempo que excluían a los bienes extranjeros.[254]

El país que se implicó más y más consistentemente en este tipo de garantía contra las crisis ha sido China, que ha acumulado más reservas que ningún otro país en la historia. En vísperas de la crisis asiática, la Administración Estatal de Divisas de China, la entidad encargada de gestionar las reservas del Banco Popular de China, tenía alrededor de 100.000 millones de dólares en activos de reserva. En ese momento, China era un país pobre con un nivel de desarrollo similar al de Honduras. Su cuenta de capital estaba casi cerrada: era difícil para los extranjeros ingresar dinero y aún más difícil para la población local sacarlo del país. Muchos miembros del Gobierno habían planeado flexibilizar esos controles gradualmente y liberalizar el sistema financiero chino, con el objetivo último de dejar que el yuan flotase libremente frente a otras monedas.

Los sucesos en Indonesia lo cambiaron todo. Los líderes chinos vieron horrorizados cómo un régimen autoritario aparentemente estable colapsaba debido a que el sector privado había incurrido en problemas con sus deudas. Se juramentaron para impedir que les ocurriese lo mismo a ellos. La solución más sencilla era mantener el tipo de cambio fijo y evitar que el yuan se apreciase hasta el punto en que lo habría hecho bajo un régimen flotante. El yuan barato transfería renta de los consumidores y los trabajadores al Gobierno y a los propietarios de empresas exportadoras. Esa transferencia desincentivó el gasto doméstico en relación con la producción doméstica y, por tanto, minimizó la dependencia de China de la financiación extranjera.

Mantener el tipo de cambio fijo era algo complejo, sin embargo, porque los ahorradores privados estaban deseando invertir en China. Los controles de capital mantuvieron fuera parte del dinero extranjero, pero seguía llegando más que suficiente. Si no se controlaban, esos flujos financieros habrían impulsado el tipo de cambio de China e incrementado el gasto chino en bienes y servicios. El Gobierno chino podría haber compensado algunos de esos influjos extranjeros flexibilizando sus controles de capital y permitiendo que los ahorradores chinos comprasen activos extranjeros. La liberalización, no obstante, habría amenazado el control del Gobierno de la economía y el sistema financiero.

Por tanto, Pekín decidió comprar millones de dólares de reservas de divisas para sostener su tipo de cambio fijo. Entre 1996 y vísperas de la crisis financiera global, la Administración Estatal de Divisas de China gastó 1,8 billones de dólares en reservas extranjeras, de los que aproximadamente dos terceras partes fueron invertidas en Estados Unidos. Después de la crisis financiera global, el Gobierno chino gastó otros dos billones de dólares acumulando más activos extranjeros para evitar que su moneda se apreciase más aún.[255]

Aparte del Sudeste Asiático, los mayores compradores de activos de reserva han sido los exportadores de mercancías, principalmente los productores de petróleo y gas de la península arábiga, Noruega y Rusia. La rápida industrialización de China fue maná llovido del cielo para ellos. Tras permanecer en el rango de los 20 a 30 dólares el barril entre 1999 y 2003, el precio de referencia internacional del petróleo creció paulatinamente hasta 75 dólares el barril hacia 2006 y después a más de 130 dólares el barril hacia el verano de 2008. Aunque los mayores beneficiaros se gastaron parte de estos beneficios extraordinarios, en general fueron lo suficientemente prudentes como para ahorrar gran parte de los mismos en activos extranjeros como garantía para futuros precios bajos, menores ventas de petróleo o ambas cosas.

El superávit combinado por cuenta corriente de los exportadores de energía, por tanto, pasó de alrededor de 90.000 millones de dólares en 2002 a más de 600.000 millones de dólares en 2008. Los precios internacionales del petróleo cayeron temporalmente durante la crisis financiera, pero se las arreglaron para mantenerse en torno a los 110 dólares el barril desde comienzos de 2011 hasta mediados de 2014. Esto produjo nuevos beneficios extraordinarios para los productores de energía, gran parte de los cuales fueron ahorrados en lugar de gastados: su superávit por cuenta corriente combinado era, de media, superior a 500.000 millones de dólares al año. Aunque su superávit ha caído desde

entonces por la disminución de los precios del petróleo, esto ha llevado a superávits aún mayores en los países importadores de petróleo con déficit de demanda de Europa y Asia Oriental.[256]

Estos influjos patrocinados por los Estados y no solicitados explican por qué el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos se expandió al mismo tiempo que el dólar se apreciaba y los tipos de interés caían. A finales de la década de 1990, cuando el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos era solo el 1,5 por ciento de la renta nacional, el interés real, ajustado a la inflación de un bono del Tesoro a largo plazo, era de alrededor de un 4 por ciento. Si los estadounidenses hubiesen estado intentando atraer financiación extranjera, habrían tenido que pagar por ella ofreciendo una mayor rentabilidad. Eso, a su vez, habría supuesto mayores intereses y menores precios de los activos. Sin embargo, los tipos de interés reales cayeron paulatinamente a menos del 2 por ciento hacia 2005 a medida que el déficit por cuenta corriente crecía hasta el 6 por ciento del PIB. Cuando el déficit se estaba expandiendo, el dólar era alrededor de un 15 por ciento más valioso en relación con una amplia cesta de otras monedas, de media, de lo que lo fue a mediados de la década de 1990, cuando la financiación neta de Estados Unidos desde el exterior era mucho menor.[257]

La escasez de activos seguros

Los bancos centrales extranjeros y otros gestores de reservas gastaron alrededor de 4,1 billones de dólares en activos denominados en dólares entre comienzos de 1998 y mediados de 2008. A esto hay que sumar las compras de los estadounidenses de activos en dólares durante este periodo, así como las de los ahorradores privados en países ricos que no estaban acumulando reservas. Los gestores de reservas no financiaban necesidades insatisfechas. Más bien, distorsionaban la economía estadounidense y sembraban las semillas de la crisis financiera.

Los gestores de reservas provocaron dos problemas interrelacionados a Estados Unidos. En primer lugar, la demanda extra de activos en dólares tenía que ser igualada por una nueva oferta; los estadounidenses tenían que crear más de cuatro billones de dólares de obligaciones financieras seguras. En segundo lugar,

los Gobiernos acumularon sus reservas en dólares suprimiendo el gasto doméstico en relación con la producción doméstica. Esto exacerbó el empacho global de excedentes, particularmente de bienes industriales. Alguien tenía que absorber este exceso de producción para evitar una depresión global. La preeminencia del dólar estadounidense significaba que los estadounidenses serían los que absorbiesen el grueso del flujo excesivo de capital y el exceso de bienes manufacturados del resto del mundo. Las consecuencias fueron una burbuja de deuda inmobiliaria y un desplazamiento de la base manufacturera. En lugar de un privilegio exorbitante, el estatus internacional del dólar impuso una carga exorbitante.

Estados Unidos no tenía una respuesta satisfactoria al desafío planteado por la acumulación de reservas extranjeras. Reciclar los influjos, como en la década de 1950, comprando candidatos equivalentes de activos extranjeros —en la práctica, europeos— habría sido teóricamente posible, pero altamente impráctico y probablemente poco rentable. Los impuestos o las regulaciones para desincentivar o evitar las compras extranjeras de activos estadounidenses podrían haber ayudado, pero habrían sido esencialmente contrarios al consenso internacional de la época. Más aún, cualquier forma de control de capital habría parecido hipócrita a la luz del consejo estadounidense a otros países en la década de 1990. Incluso si los controles de capital hubiesen distraído flujos de Estados Unidos a Europa, no habrían resuelto los problemas subyacentes de ahorro excesivo y demanda insuficiente. Igualmente, las protecciones comerciales contra las importaciones habrían, en el mejor de los casos, trasladado el problema, más que resolver los desequilibrios fundamentales de la economía global. Lo más probable es que la protección comercial hubiese resultado contraproducente, reduciendo la renta extranjera disponible para comprar productos estadounidenses.

Retrospectivamente, la mejor respuesta habría sido que el Gobierno federal se endeudase tanto como fuera necesario para acomodar los flujos excesivos y gastar ese dinero para apuntalar la demanda de bienes manufacturados estadounidenses, invertir en infraestructuras, revertir las políticas que hubiesen llevado a la concentración de la renta y reducir la pobreza. El gasto doméstico habría seguido superando la producción doméstica, pero la composición global de la actividad económica habría estado menos distorsionada. La industria estadounidense no habría sido indebidamente desplazada por importaciones, probablemente no habría habido burbuja inmobiliaria y el incremento de la deuda estadounidense habría sido asumido por la entidad (el Gobierno federal)

más capaz de asumir la carga.

Esto no es lo que ocurrió. Desde comienzos de 1998 hasta mediados de 2008, la deuda del Gobierno federal disponible para ser adquirida aumentó en solo 1,3 billones de dólares, mientras que los inversores extranjeros compraron un poco más de 1,4 billones de dólares (no todos los compradores extranjeros de bonos del Tesoro eran gestores de reservas, pero muchos sí lo eran). En otras palabras, los ahorradores fuera de Estados Unidos compraron todos los nuevos bonos del Tesoro emitidos en los diez años anteriores a la crisis… y más. No obstante, esto no fue, ni de lejos, suficiente para saciar el apetito extranjero por activos estadounidenses para acumularlos como reservas.

Los gestores de reservas, a continuación, dirigieron su atención a la deuda emitida por las compañías hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac. Aunque Fannie y Freddie eran, técnicamente, empresas privadas, habían sido creadas por el Estado y estaban entre las mayores empresas auspiciadas por el Gobierno, o GSE,[258] lo que proporcionaba el marchamo de seguridad (la percepción se demostró justificada, dado que el Gobierno estadounidense terminó negándose a imponer pérdidas a los accionistas de las GSE en 2008, en parte para preservar las relaciones diplomáticas con China y otros países).

De acuerdo con la Reserva Federal, la cuantía de los «valores de agencias del Gobierno de Estados Unidos» pendientes creció en más de 5 billones de dólares entre comienzos de 1998 y mediados de 2008. La mayor parte de esa deuda extra fue emitida por Fannie y Freddie. Los inversores extranjeros, incluidos los gestores de reservas, compraron alrededor de 1,5 billones (los bancos estadounidenses, las aseguradoras, los fondos de pensiones y los fondos de bonos compraron el resto). Los otros 1,2 billones de dólares de demanda de reserva extranjera fueron a depósitos bancarios y activos ocasionalmente más exóticos.

Estas estadísticas subestiman las presiones sobre el sistema financiero estadounidense en la década de 2000. A medida que la exuberancia irracional de finales de la década de 1990 se convertía en la crisis de inversión de comienzos de los años 2000, muchos estadounidenses y europeos intentaron gastar menos, comprar menos activos arriesgados y ahorrar más. La oferta total de deuda corporativa estadounidense emitida por compañías no financieras creció en apenas 200.000 millones de dólares entre comienzos de 2002 y finales de 2007, y la mayor parte de esa deuda fue emitida a finales del periodo. Al mismo

tiempo, los fondos de pensiones y los aseguradores de vida de todo el mundo necesitaban adquirir más ingresos fijos para compensar el crecimiento de sus obligaciones a largo plazo.

Incluso sin los gestores de reservas de Asia y Oriente Medio absorbiendo todo nuevo bono del Tesoro de Estados Unidos y gran parte de la deuda emitida por Fannie y Freddie, habría habido una escasez fundamental de activos seguros en relación con la demanda. La elevada demanda de renta fija estadounidense necesitaba ser igualada con un masivo incremento del endeudamiento estadounidense, pero ni el Gobierno de Estados Unidos ni las empresas estaban dispuestas a colaborar en ello.

Los ahorradores de todo el mundo querían comprar billones de dólares de unos inexistentes bonos de bajo riesgo. Los banqueros de inversión estadounidenses y europeos respondieron dando muestras de una gran creatividad. Siguiendo el viejo dicho de Wall Street, «Cuando los patos graznan, aliméntalos», entre comienzos de 2001 y mediados de 2007 los financieros del mundo produjeron alrededor de 2,5 billones de dólares de valores privados estadounidenses respaldados por hipotecas (MBS),[259] la mayor parte de los cuales estaban basados en préstamos de hipotecas residenciales que no se adecuaban a los estándares normales de las garantías. Durante los años en que se alcanzó el pico de la burbuja, la mitad de toda la deuda de hipotecas residenciales estadounidenses estaba siendo financiada por MBS privados. Los banqueros de inversión también crearon alrededor de 650.000 millones de dólares de productos financieros estructurados derivados de MBS. El valor de estos activos ha caído desde entonces en 2,8 billones de dólares. La aversión de los inversores ha forzado a la baja el volumen de nuevas emisiones, al nivel al que estaban a finales de la década de 1990.

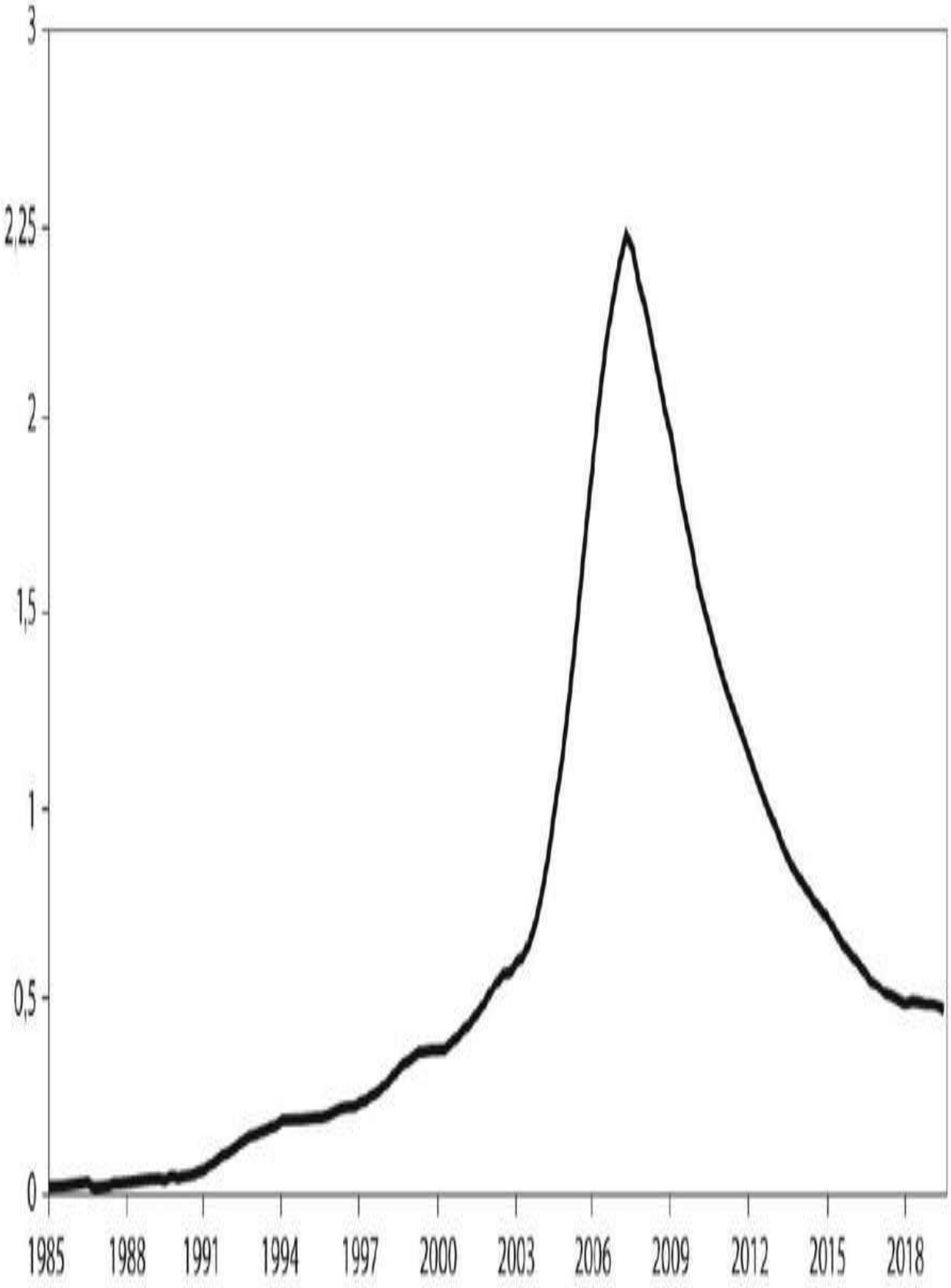
3
2,25
2
1,5
1
0,5
0
1985
1988
1991
1994
1997
2000
2003
2006
2009
2012
2015
2018

Figura 6.3. «Cuando los patos graznan, aliméntalos» (valor de las hipotecas residenciales en manos de entidades privadas, billones de dólares estadounidenses). Fuente: Consejo de Administración de la Reserva Federal.

No se suponía que el experimento estadounidense con MBS privados fuese a ser algo muy arriesgado. Las hipotecas residenciales han sido consideradas desde hace mucho tiempo una de las inversiones disponibles más seguras, y por buenas razones. A diferencia de la deuda de las tarjetas de crédito o de otros préstamos personales no garantizados, los prestatarios hipotecarios tienen un fuerte incentivo para estar al corriente de sus pagos porque el impago y la ejecución hipotecaria les obligaría a buscar otro sitio para vivir. Más aún, los acreedores hipotecarios obtienen normalmente un colchón protector adicional porque la mayoría de las hipotecas son significativamente menores que el valor de sus hogares. En la mayor parte de los casos, los acreedores pueden recuperar su principal incluso después de haber desahuciado al prestatario moroso y vendido la garantía.

No había tampoco nada peligroso o sin precedentes en la venta de bonos respaldados por carteras de hipotecas. Después de todo, una mezcla diversificada de préstamos es más segura que cualquier préstamo individual. Los bancos europeos han estado emitiendo bonos garantizados —deudas bancarias vinculadas a préstamos inmobiliarios específicos— desde el siglo XVIII. Freddie Mac comenzó a emitir valores respaldados por hipotecas en 1971. Hacia 1985, todas las emisiones de MBS garantizados por Fannie, Freddie y Ginnie Mae (una empresa auspiciada por el Gobierno completamente en manos del Estado) habían alcanzado más de 100.000 millones de dólares al año. A comienzos de la década de 1990, más de un billón de hipotecas residenciales estadounidenses habían sido empaquetadas en bonos hipotecarios. Hacia 1993, más del 40 por ciento de todas las hipotecas residenciales estadounidenses estaban en manos de MBS, mientras que los bancos tradicionales solo detentaban el 33 por ciento de esas hipotecas en sus balances contables.[260]

Más oferta crediticia lleva a menores estándares con respecto al crédito

La combinación de una demanda voraz de renta fija estadounidense de bajo riesgo y la incapacidad del Gobierno federal de emitir suficiente deuda para cubrir esa demanda produjo una expansión de la oferta del crédito hipotecario estadounidense. El problema era que la mayoría de los que podían permitirse una hipoteca ya tenían una.

La solución de los banqueros fue reducir los estándares hasta el punto de que prácticamente todo el mundo que quería una hipoteca obtenía el préstamo, con independencia de su capacidad de devolverlo. Los emisores de hipotecas eran capaces de crear los billones de dólares que los inversores querían comprar haciendo sacrificios que esos inversores lamentarían más adelante. Se ignoraron los historiales crediticios. Se falsificaron los documentos, asumiendo que alguien se tomase la molestia alguna vez de pedirlos. Debido a que el sistema financiero tuvo que incrementar la oferta de activos de una manera u otra para satisfacer la demanda, el resultado fue que el mayor incremento de la deuda fue a parar a manos de aquellos con las peores calificaciones crediticias y los menores ingresos para comprar viviendas en los barrios más pobres. No resulta sorprendente que esos prestatarios fuesen también responsables de la abrumadora mayoría de las pérdidas sufridas finalmente por las hipotecas estadounidenses.

Bajar los estándares no fue suficiente para que los emisores de hipotecas alcanzasen sus objetivos de producción. Para generar suficiente deuda para satisfacer la demanda de los inversores, los emisores tenían también que abandonar el viejo sentido común acerca de cuánto prestar en relación con el valor de una vivienda. En el pasado, un prestatario podría razonablemente haber comprado una vivienda de 200.000 dólares con un pago inicial de 40.000 dólares y una deuda de 160.000 dólares. Un pago inicial de ese tamaño habría proporcionado a los prestamistas un colchón de un 20 por ciento frente a cambios en el valor de la vivienda. Unos préstamos mayores, préstamos a prestatarios con un historial crediticio más dudoso y préstamos a prestatarios con ingresos volátiles habrían requerido unos pagos iniciales mayores, además de mayores tipos de interés.

Sin embargo, durante la burbuja, los requisitos de pagos iniciales colapsaron en

todas las categorías. En el momento en que alcanzaron su pico en 2006, la típica hipoteca privada tenía un pago inicial de solo el 3 por ciento del valor de tasación de la vivienda. Los emisores a menudo ofrecieron gravámenes adicionales para cubrir los pagos iniciales o incrementaron la hipoteca total para que valiese más aún que el valor de tasación de la vivienda. Los prestatarios quizá tendrían que pagar unos tipos de interés más altos en una hipoteca de alto riesgo o una hipoteca Alt-A, pero podían obtener la hipoteca y generar la deuda necesaria para satisfacer la demanda del inversor.

Esto en muchos casos no era ético, y en algunos casos podría haber sido ilegal, pero era también la respuesta lógica a las enormes presiones exógenas sobre el sistema financiero estadounidense. En cualquier mercado funcional, la alta demanda en relación con la oferta lleva a alguna combinación de mayores precios y producción adicional. Pensemos en los shocks del petróleo de la década de 1970, que al final llevaron a las exploraciones en aguas profundas en el mar del Norte, el golfo de México, Alaska y otros lugares, o a cómo el auge de la industria tecnológica en el Área de la Bahía de San Francisco desde la década de 1990 ha llevado a un aumento de los precios de la vivienda. La principal diferencia entre los activos financieros y los activos físicos, como el petróleo y la vivienda, es que es mucho más fácil crear activos financieros adicionales. Parte de la explicación, tristemente, es que siempre habrá participantes en el sistema dispuestos a comportarse de manera poco ética o fraudulenta para cubrir las necesidades de sus clientes. Es por ello que cada burbuja financiera de la historia ha ido acompañada por un enorme incremento de un fraude financiero solo descubierto cuando estalla la burbuja.

Lo que es más importante para nuestros objetivos, expandir el número de prestatarios y aumentar la cuantía en la cual pueden endeudarse creó un incremento sustancial en el poder adquisitivo de los hogares estadounidenses. Aunque el sector de la construcción absorbió parte de este crédito adicional construyendo nuevos hogares —a menudo en sitios que luego tuvieron que ser abandonados—, la mayor parte del poder adquisitivo extra fue empleado para aumentar los precios de la vivienda. Teniendo en cuenta quién estaba pidiendo prestado el dinero, el incremento más rápido de los precios inmobiliarios se produjo en los códigos postales que tenían las peores valoraciones crediticias y las mayores tasas de pobreza antes del comienzo de la burbuja. Unos precios de la vivienda crecientes dieron a los prestamistas la confianza necesaria para seguir emitiendo más préstamos a prestatarios cuestionables. No tenía mucho sentido preocuparse por el riesgo de impago mientras el valor de las garantías

seguía apreciándose. El declive de los estándares de los préstamos y los requisitos de pago inicial se autorreforzaban empujando al alza los precios de la vivienda y fomentando que los prestamistas expandiesen el crédito aún más.

Los estadounidenses también respondieron al boom del crédito gastando más. Esto tomó la forma tanto de un mayor consumo como de una mayor inversión (en Estados Unidos, la distinción entre ahorrar e invertir a menudo no es más que semántica; instalar un jacuzzi en el baño se considera inversión, mientras que pagar una educación de alta calidad se denomina consumo). Unos crecientes valores inmobiliarios suponían que vender tu vivienda podía generar ganancias de capital para pagar vacaciones o coches nuevos. Los que no vendieron parecían, a pesar de todo, más ricos y se sentían menos presionados para ahorrar. Los precios inflados de los activos estaban generando ese ahorro para ellos.

Además de todo ello, se produjeron cambios en los estándares de los préstamos que facilitaron a los propietarios el asumir nuevas deudas sobre la misma vivienda. Muchas personas que habían estado pagando religiosamente sus hipotecas decidieron endeudarse más para poder gastar más. Todo ese gasto impulsó la economía local, en un proceso que se retroalimentaba, dado que hacía que los prestatarios pareciesen más solventes de lo que habrían sido y fomentó más especulación sobre unos precios inmobiliarios crecientes. Desgraciadamente, los procesos que se retroalimentan cuando están en trayectoria ascendente se retroalimentan también cuando están en trayectoria descendente.

En 2005, el presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, y el economista de la Fed James Kennedy publicaron un estudio analizando estas transacciones y estimando cuánto poder adquisitivo adicional estaban «extrayendo» los hogares estadounidenses de sus viviendas (Kennedy siguió actualizando su modelo hasta finales de 2008). La cantidad era masiva. Durante la década de 1990, los estadounidenses habían impulsado su renta disponible en torno a un 2-3 por ciento anual explotando la riqueza de sus viviendas. Ello se derivó, en su mayor parte, de las ganancias de capital por la venta de sus viviendas, y no de nuevas deudas.

Sin embargo, entre comienzos de 2004 y mediados de 2006, los beneficios del capital inmobiliario impulsaron la renta disponible de los estadounidenses en un 10 por ciento —alrededor de un billón de dólares al año—. A lo largo de toda la burbuja, desde comienzos de 2002 hasta finales de 2007, los estadounidenses

extrajeron 4,7 billones de dólares de la riqueza de sus hogares. El correspondiente boom de la deuda explica por qué la riqueza inmobiliaria de los estadounidenses creció en menos de 2 billones de dólares en una época en la que el valor de las viviendas estadounidenses se incrementó en aproximadamente 7 billones de dólares. También explica por qué tantos estadounidenses tenían una tasa de ahorro negativa durante la década de 2000: desde su punto de vista, el aumento del precio de la vivienda estaba, a todos los efectos, ahorrando para ellos, liberando dinero en efectivo de sus exiguos salarios para comprar más bienes y servicios.

Al final, sin embargo, los prestamistas se quedaron sin formas de aumentar la oferta crediticia. A pesar de todos los esfuerzos de los banqueros de inversión y los emisores de hipotecas, se había alcanzado el límite. Los requisitos mínimos de pagos iniciales se habían reducido casi a la nada. Todo aquel que quería una hipoteca ya tenía una.

En ese momento, la consecuencia natural fue una reversión de todo el proceso. Los precios de la vivienda habían estado aumentando porque el poder adquisitivo disponible para la compra de viviendas había estado creciendo mucho más rápidamente que la oferta de viviendas. Una vez que se ralentizó el crecimiento del crédito, los precios dejaron de crecer. Eso supuso un problema para aquellos que habían obtenido hipotecas que sabían que no podían permitirse con la esperanza de que serían salvados por los crecientes precios de la vivienda. Estos especuladores se vieron obligados a vender, o al impago, lo que presionó los precios a la baja. Esto pronto se convirtió en un problema para los muchos estadounidenses que dependían de un continuo crecimiento del valor de la vivienda para impulsar su gasto, en un momento en el que los ingresos reales estaban estancados o cayendo.

A mediados de 2008, los estadounidenses habían dejado de sacar dinero de sus viviendas. Ahora su prioridad era devolver la deuda. Sus recortes de gasto en todo, desde restaurantes hasta cortes de pelo, redujeron los ingresos de sus vecinos, lo que llevó a pérdidas de empleo, más impagos y más viviendas en el mercado, lo que, a su vez, deprimió aún más los precios. Los inversores en activos «seguros» se dieron cuenta tarde de que estaban expuestos a unas pérdidas catastróficas. Los emisores de hipotecas y los banqueros respondieron al colapso de la demanda de sus productos endureciendo los criterios de los préstamos. La decreciente oferta crediticia reforzó el declive del valor de la vivienda, y el recorte del gasto, y la pérdida de empleo, y los impagos, lo que

reforzó el endurecimiento de los criterios. El proceso que había generado riqueza teórica e impulsado el consumo en su etapa ascendente ahora amenazaba con el colapso económico en su etapa descendente.[261]

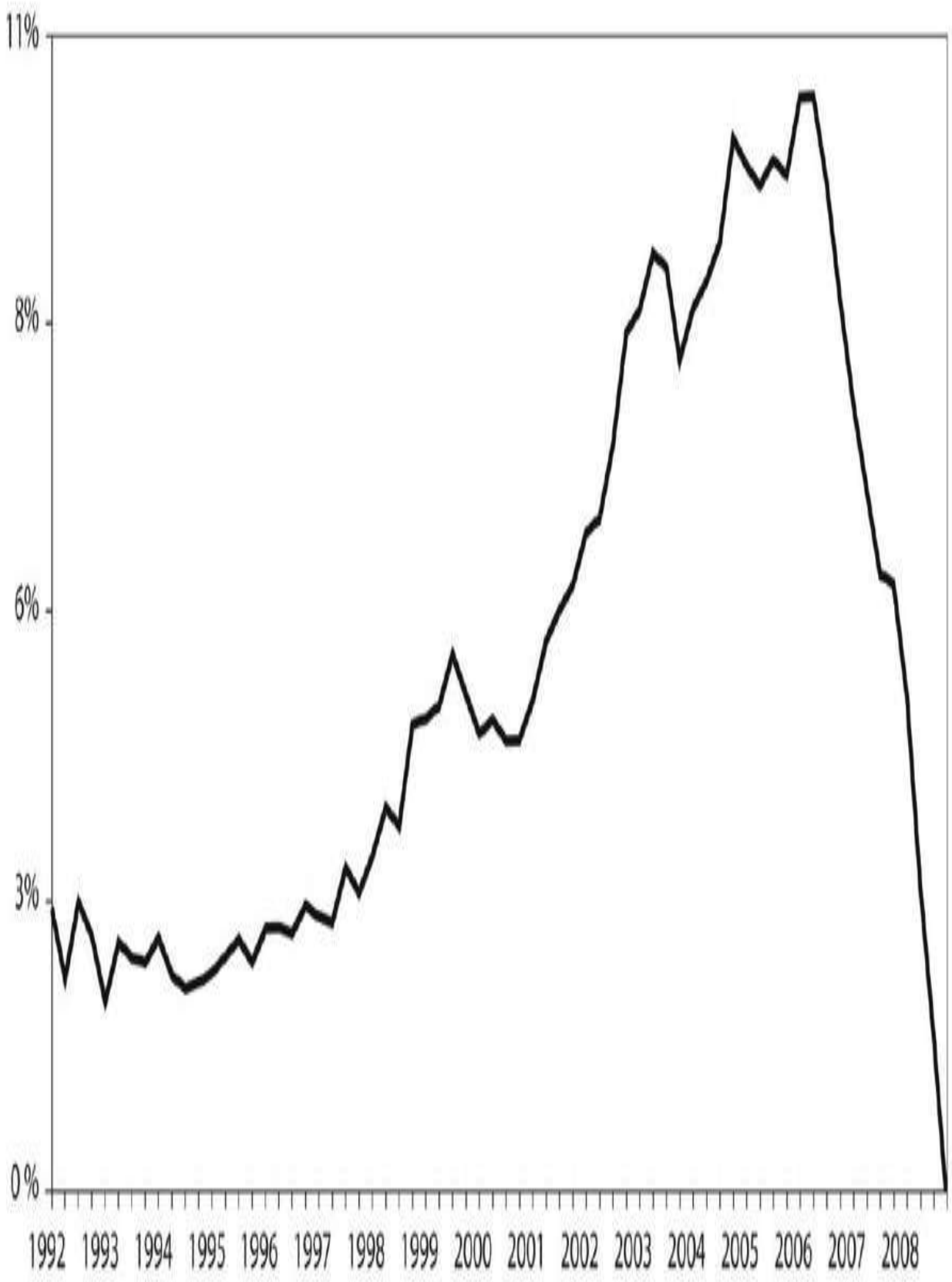
11%
8%
6%
3%
0%
1992
1993
1994
1995
1996
1997
1998
1999
2000
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008

Figura 6.4. Cuando las viviendas estadounidenses se convirtieron en cajeros automáticos (retirada de valores inmobiliarios en relación con el ingreso disponible). Fuente: actualización de James Kennedy del sistema de hipotecas presentado en «Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt on One-to-Four Family Residences», Alan Greenspan y James Kennedy, Consejo de la Reserva Federal, FEDS Working Paper n.º 2005-41.

A pesar de la explosión de la deuda hipotecaria, Estados Unidos no experimentó un boom económico. No fue Grecia, o Irlanda, o España. Como en el caso de Alemania, una desigualdad acusadamente mayor, un gasto empresarial de capital anémico y una política fiscal relativamente rígida amortiguaron la demanda doméstica estadounidense. El gasto privado en inversión fija, descontada la depreciación y la inflación, siguió estando por debajo del pico alcanzado en el año 2000 hasta 2014. Tampoco hubo un boom del consumo. El crecimiento del gasto real en consumo de los hogares per cápita se ralentizó ligeramente en 2000-2006 con respecto a 1947-2000. El empleo del sector privado cayó un 3 por cien entre 2000 y 2003 y nunca creció lo suficiente posteriormente para mantener el ritmo del crecimiento demográfico. La inflación estaba tan moribunda que la Reserva Federal estaba preocupada por una posible caída de los precios.

Sin embargo, los déficits comercial y por cuenta corriente estadounidenses se ampliaron a medida que la producción doméstica crecía aún menos que la demanda doméstica. Esta situación era especialmente aguda en el caso de la industria. Según la Reserva Federal, la producción industrial estadounidense creció solo un 10 por ciento entre el pico alcanzado a mediados de 2000 y mediados de 2006, cuando se alcanzó el cenit del déficit por cuenta corriente. No obstante, esa cifra está distorsionada por estimaciones de las mejoras de la productividad en semiconductores. Si se excluye ese sector, que empleaba a menos del 4 por ciento de todos los trabajadores industriales estadounidenses en el años 2000, las cosas pintan muy diferentes: la producción cayó alrededor de un 6 por cien entre 2000 y 2003, después de lo cual apenas se recuperó hasta alcanzar el anterior pico hacia finales de 2006.

Mientras que la mayoría de las categorías, incluyendo vehículos de motor y sus componentes, maquinaria, fabricación de productos metálicos, comida empaquetada, plásticos y muebles, se estancaron, otras experimentaron severos declives. A pesar de haber sobrevivido a la competencia de los talleres clandestinos en la década de 1990, la producción textil y de confección estadounidense se hundió aproximadamente un 30 por ciento entre 2000 y 2006 (las principales áreas de crecimiento fueron la industria aeroespacial, la industria química y el cemento).

La demanda estadounidense de bienes manufacturados creció entre 2000 y 2006. No obstante, todo ese crecimiento fue esencialmente satisfecho por la producción extranjera y no tanto por la capacidad doméstica. Los trabajadores estadounidenses no obtuvieron ninguno de los beneficios, aunque a las empresas estadounidenses propietarias de compañías en otros países les fue mucho mejor. Esto no habría sido un problema para los estadounidenses si los productores nacionales hubiesen podido compensar esas pérdidas exportando más al exterior. Desgraciadamente, aunque los ingresos por exportaciones aumentaron, no crecieron, ni de lejos, lo suficiente.

La competición extranjera no fue, en sí misma, el problema. A los industriales estadounidenses les había ido relativamente bien en la década de 1990 porque estaban compitiendo con importaciones en un momento de fuerte demanda doméstica y extranjera. El próspero mercado global promovió el empleo industrial estadounidense en la década de 1990, a pesar de las mejoras masivas en tecnologías ahorradoras de mano de obra. En la década de 2000, sin embargo, la demanda estaba deprimida en gran parte del mundo, incluido Estados Unidos. El resultado fue que las importaciones extranjeras desplazaron a la producción estadounidense a costa de los trabajos y los ingresos de los estadounidenses. Para empeorar las cosas, los industriales estadounidenses se vieron privados de los beneficios que necesitaban para invertir en investigación y desarrollo, lo que ayuda a explicar por qué el crecimiento de la productividad ha sido tan débil desde 2006.[262]

Más del 80 por ciento del declive del empleo en el sector privado entre 2000 y 2003 puede ser directamente atribuido al sector industrial. Las pérdidas se concentraron en aquellos lugares y aquellos sectores más expuestos a la competición de productores de países en los que a los trabajadores se les paga mucho menos de lo que valen, especialmente China. No había nada inherentemente malo en que los industriales estadounidenses iniciasen

operaciones en China. El problema era que los trabajadores de China y otros lugares eran incapaces de consumir nuevas importaciones de Estados Unidos, lo que quebró el vínculo entre aumento del comercio y aumento del nivel de vida.[263]

En teoría, la crisis de la industria podría haber sido compensada por mejoras en otros sectores de la economía. Pero, a pesar de la inflación de los servicios de salud, el empleo público, la construcción, las finanzas y el sector educativo —que supusieron la mayor parte del empleo creado en los años anteriores a la crisis financiera—, el porcentaje ajustado a la edad de estadounidenses con un empleo nunca sobrepasó el punto álgido alcanzado en el año 2000. La caída fue especialmente severa para aquellos que no tenían educación universitaria. El estallido de la burbuja inmobiliaria acabaría revelando la escala del daño provocado por la desindustrialización.[264]

Los subsidios por discapacidad del Gobierno ayudaron a los trabajadores que habían perdido su empleo a cubrir sus necesidades, pero no a reemplazar los ingresos perdidos. Esto magnificó el impacto de las importaciones para cualquiera que viviese en las comunidades afectadas, con independencia de si trabajaba en venta minorista, restaurantes o sectores de altos ingresos, como contabilidad y servicios jurídicos. Para esas partes de Estados Unidos, fue una catástrofe. Los hombres desempleados eran incapaces de encontrar mujeres para casarse o tener hijos. Esos hombres sin empleos ni familias cayeron en la bebida, las drogas y —especialmente— el suicidio. Los Gobiernos locales tenían dificultades para proporcionar servicios a medida que los ingresos fiscales se agotaban y las demandas sobre los sistemas de bienestar crecían. Aunque las tasas de criminalidad cayeron a nivel nacional en las últimas dos décadas, en aquellos lugares más expuestos a la competencia de las importaciones baratas, crecieron ligeramente.[265]

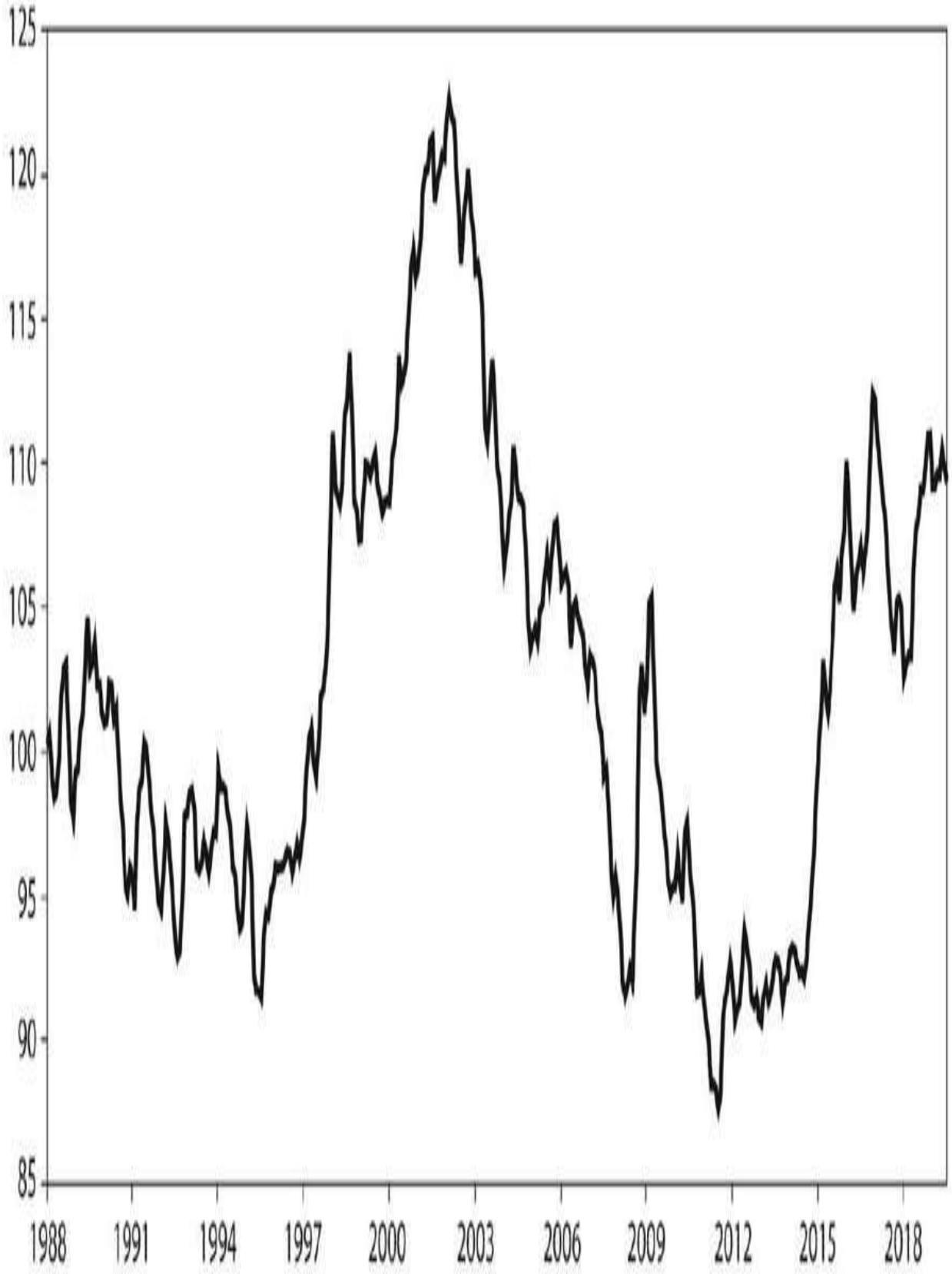
125
120
115
110
105
100
95
90
85
1988
1991
1994
1997
2000
2003
2006
2009
2012
2015
2018

Figura 6.5. Valor internacional del dólar estadounidense (índice de tipo de cambio real ponderado por el comercio, enero de 1988 = 100). Fuentes: Consejo de la Reserva Federal; cálculos de Matthew Klein.

El problema era la voraz demanda del resto del mundo de activos denominados en dólares. Además de inflar la burbuja de deuda hipotecaria, la sobreabundante financiación extranjera también dañó las relaciones comerciales estadounidenses, por la distorsión del tipo de cambio estadounidense provocado por los billones de dólares en compras de activos no rentables. Entre comienzos de 1997 —la víspera de la crisis financiera asiática— y comienzos de 2002, el dólar se apreció en más de un 20 por ciento frente a las monedas de sus socios comerciales. Aunque el dólar declinó desde entonces hasta 2008, siguió estando sistemáticamente muy por encima de su media de 1988-1996. Para desgracia de los trabajadores estadounidenses, la sobrevaloración del dólar significó que los consumidores estadounidenses preferirían comprar bienes fabricados en el extranjero a costa de las manufacturas domésticas.[266]

La escasa inclinación del resto del mundo a gastar —que, a su vez, era atribuible a las guerras de clase en las principales economías con superávit y al deseo de seguridad tras la crisis asiática— fue la causa subyacente tanto de la burbuja de deuda estadounidense como de su desindustrialización. Los influjos financieros extranjeros forzaron a los estadounidenses a absorber su exceso de capacidad manufacturera a costa de sus empleos y su renta estadounidenses. Esto requería necesariamente que los ahorradores extranjeros mitigasen el impacto de la pérdida de empleos sobre el gasto estadounidense comprando activos denominados en dólares, lo que empujó a la baja los tipos de interés, expandió el crédito y facilitó un gran incremento de la deuda de los hogares.

Un cuidadoso estudio publicado en 2017 por la Reserva Federal de Nueva York vinculó explícitamente estas fuerzas. Los investigadores compararon diferentes partes de Estados Unidos basándose en lo expuestas que estaban a unas importaciones manufactureras baratas. Resultó que los lugares más vulnerables a la competencia extranjera eran también aquellos donde los hogares se endeudaban más, tanto en términos absolutos como en relación con los ingresos. En resumen, «el desplazamiento de la producción doméstica por las

importaciones fomentó la demanda de crédito» para sustituir los salarios perdidos.[267]

La carga exorbitante desde 2008

La crisis financiera debería haber llevado a un reequilibrio de los ahorros y los gastos globales, y Estados Unidos habría pasado de ser un país de déficit a un país con superávit a través de una mezcla de importaciones decrecientes y crecientes exportaciones. La producción doméstica se habría incrementado más rápidamente que la demanda doméstica, las deudas habrían sido devueltas y otros países habrían asumido la carga de sostener el gasto global. La redistribución de la demanda global podría incluso haber generado una reversión de las crecientes desigualdades en Estados Unidos.

Esto no es lo que ocurrió. Aunque el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos ha sido consistentemente menor que en 1998-2008, ha permanecido persistentemente, a pesar de todo, en torno al 2-3 por ciento anual. Como antes, esto no puede ser explicado por un gasto excesivo en Estados Unidos. La demanda doméstica estadounidense ha sido excepcionalmente débil desde la crisis financiera. El gasto personal en consumo per cápita es más de un 12 por ciento inferior de lo que habría sido si hubiese seguido la tendencia a largo plazo anterior a 1998. La inversión empresarial, descontadas la inflación y la depreciación, está por encima del pico alcanzado en el año 2000, pero el gasto en construcción de viviendas está todavía a niveles asociados con la recesión de comienzos de la década de 1990. El gasto público en inversión es menos de la mitad de lo que era a mediados de la década de 2000. El porcentaje de estadounidenses en edad laboral con trabajo sigue estando aproximadamente donde estaba en 2007 y significantemente por debajo de donde estaba en el año 2000.

El impacto sobre los productores estadounidenses ha sido aún peor que en la década de 2000: para finales de 2018, la producción industrial y la capacidad industrial eran menores que en el pico anterior, en 2008. El empleo industrial estaba aún un 10 por ciento por debajo de su nivel de 2006. El déficit comercial estadounidense en bienes manufacturados (excluyendo productos refinados del

petróleo) suponía ahora más de un 4 por ciento del PIB —su nivel más alto desde el siglo XIX—. Lo más preocupante es que este deterioro de la posición estadounidense en el comercio de bienes industriales es en su mayor parte atribuible al estancamiento de las exportaciones de bienes de capital avanzados, combinado con un aumento de las importaciones de productos competidores extranjeros. El resultante déficit por cuenta corriente lo han mantenido a raya la transformación de la industria petrolífera estadounidense y un aumento de las exportaciones de software estadounidense (parte del cual se registra como ingresos derivados de inversión extranjera directa por razones fiscales).[268]

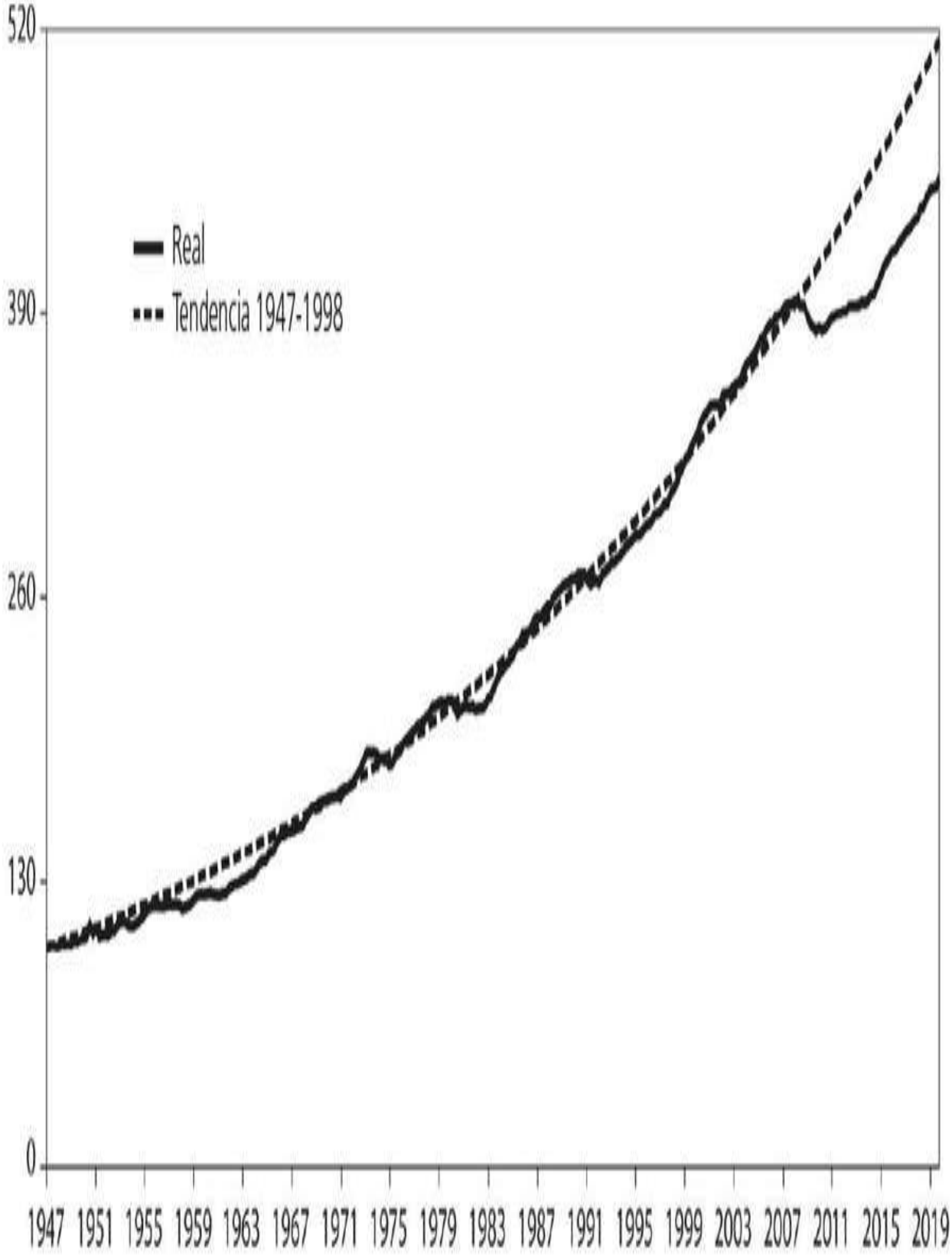
520
390
260
130
0
Real
Tendencia 1947-1998
1947 1951 1955 1959 1963 1967 1971 1975 1979 1983 1987 1991 1995 1999 2003 2007 2011 2015 2019

Figura 6.6. El gran desplome (consumo real de los hogares per cápita, enero de 1947 = 100). Fuentes: Oficina de Análisis Económico; cálculos de Matthew Klein.

La persistencia del déficit estadounidense por cuenta corriente solo puede ser explicada por unos excesivos ahorros en el extranjero y por el papel de Estados Unidos absorbiendo estos ahorros excesivos. Los llamamientos a los estadounidenses a comportarse de manera más prudente no acaban de entender el problema: no son los estadounidenses los que han decidido endeudarse demasiado. Mientras haya estadounidenses que quieran endeudarse —y en todos los países hay siempre personas dispuestas a endeudarse bajo las condiciones adecuadas—, el sector financiero estadounidense los encontrará y procurará ofrecer más bajos tipos de interés y estándares más laxos para conceder préstamos, hasta conseguir colocar los préstamos que se habían establecido como objetivo. El sistema financiero continuará forzando ajustes en la economía real hasta que los ahorros disminuyan. O bien el endeudamiento aumentará o la renta caerá.

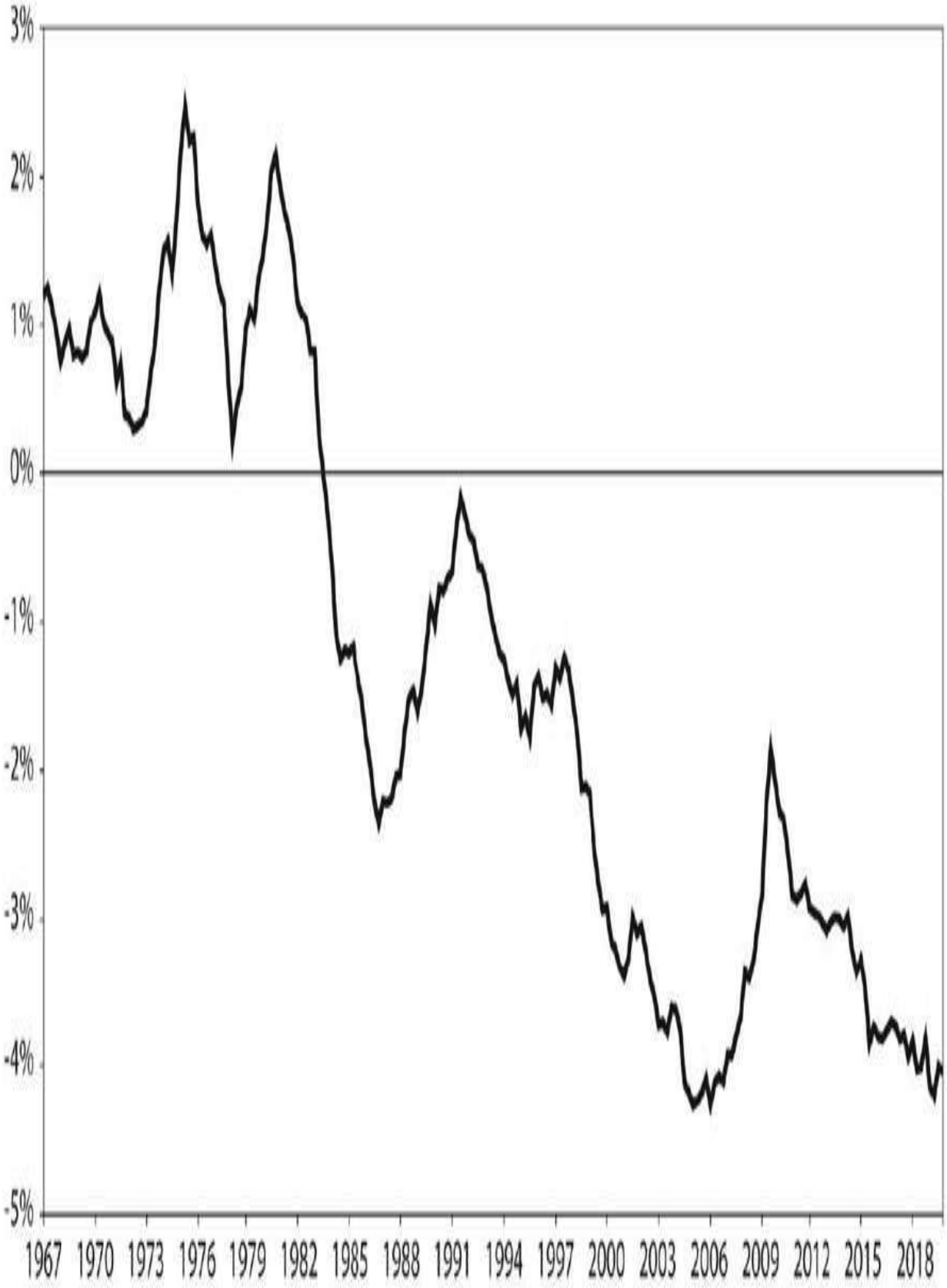
3%
2%
1%
0%
-1%
-2%
-3%
-4%
-5%
1967
1970
1973
1976
1979
1982
1985
1988
1991
1994
1997
2000
2003
2006
2009
2012
2015
2018

Figura 6.7. El déficit comercial industrial estadounidense está cerca de ser el más alto de la historia (comercio neto en bienes excluyendo comida, forraje, bebidas y productos energéticos como porcentaje del PIB). Fuentes: Oficina de Análisis Económico; cálculos de Matthew Klein.

Por ejemplo:

Unos flujos netos hacia Estados Unidos pueden causar que el dólar se vuelva más caro de lo que sería sin ellos. La apreciación monetaria incrementa el poder adquisitivo de los hogares a costa de los ingresos y la renta derivada de exportaciones, lo que significa menos ahorros a través de una combinación de mayor consumo y menor producción.

Las importaciones baratas pueden desplazar a los trabajadores y aumentar el desempleo de Estados Unidos. Los trabajadores desempleados tienen una tasa de ahorro negativa porque siguen consumiendo aunque no tengan ingresos, lo que significa que un aumento del desempleo mecánicamente disminuye la tasa de ahorro nacional.

Un menor empleo lleva a más endeudamiento público para financiar mayores transferencias fiscales, la mayor parte del cual causaría un aumento del consumo y una disminución de los salarios.

Para reducir el desempleo, la Reserva Federal podría intentar fomentar más endeudamiento bajando los tipos de interés y flexibilizando las condiciones crediticias.

La combinación de influjos extranjeros y la respuesta monetaria de la Reserva Federal pueden impulsar los precios de la vivienda, de las acciones y de otros activos estadounidenses a niveles superiores a los que habrían tenido, incluso desencadenando burbujas de activos. Unos mayores precios de los activos hacen que la gente se sienta más rica y gaste una parte mayor de su renta actual.

Todos estos mecanismos generan alguna combinación de menores ingresos (aumento del desempleo) y mayor deuda. En otras palabras, un gasto insuficiente en bienes y servicios por parte de extranjeros se traduce necesariamente en compras excesivas de activos financieros, gracias al desafortunado estatus del dólar como el principal activo internacional de reserva, lo que lleva, a su vez, a un incremento de la deuda estadounidense.

Hasta 2014, los gestores de reservas extranjeros son los que encabezaron unos ahorros extranjeros excesivos. Entre comienzos de 2009 y mediados de 2014, los estadounidenses compraron sostenidamente más activos en el exterior que los que compraron los inversores privados en Estados Unidos. Si no hubiera habido cambios en estos flujos del sector privado y no hubiese habido compras de activos estadounidenses por parte de Gobiernos extranjeros, el superávit acumulado por cuenta corriente estadounidense habría sido de alrededor de un billón de dólares, o aproximadamente un 1,2 por ciento del PIB al año. Sin embargo, los gestores de reservas compensaron con creces esos flujos privados comprando activos en dólares estadounidenses a una tasa anual equivalente a alrededor del 3,6 por ciento del PIB de Estados Unidos.

Sin embargo, a partir de mediados de 2014, los gestores de reservas dejaron de ser los principales financiadores del déficit estadounidense por cuenta corriente. En algunos casos, como el de China, las reservas cayeron para compensar la inversión en el exterior por parte de hogares ricos y grandes empresas. El efecto global sobre la posición externa de China fue mínimo, y todo lo que cambió fue a qué conjunto de élites se les permitía invertir en el exterior.

Lo que es más relevante, el endurecimiento del crédito por parte de China y la ralentización de la inversión coincidió con un colapso de los precios del petróleo y de otras mercancías. Muchos países exportadores decidieron agotar sus reservas para mitigar el golpe sobre el poder adquisitivo y evitar el colapso de las importaciones. Cuando los precios del petróleo se recuperaron, sin embargo,

muchos productores comenzaron a reconstruir sus reservas de ahorros.

Al mismo tiempo, la caída del precio del petróleo redujo el gasto en energía importada en el resto del mundo. Los Gobiernos asiáticos, excepto China —especialmente Japón, Corea del Sur, Singapur, Taiwán y Tailandia—, respondieron acumulando reservas de divisas, haciendo que sus fondos de pensiones respaldados por el Gobierno y sus fondos de seguros de vida invirtiesen en el extranjero, o ambas cosas. Según datos compilados por Brad Setser, del Consejo de Relaciones Exteriores, las compras acumuladas respaldadas por el Estado de activos financieros estadounidenses habían sido aproximadamente cero desde comienzos de 2014.[269]

El declive de la acumulación oficial de reservas fue compensado por una nueva fuente de demanda de activos financieros estadounidenses: los europeos. Los miembros de la zona euro se habían comprometido a suprimir la demanda doméstica para satisfacer su objetivo ideológico de unos presupuestos públicos equilibrados sin excesivos impuestos a los ricos. El gasto público en pensiones, bienestar e inversión en infraestructura se redujo, mientras que los impuestos al consumo y a las rentas del trabajo se incrementaron.

Los decrecientes déficits ahogaron la oferta de bonos gubernamentales disponibles para los ahorradores privados, pero el sector privado europeo seguía queriendo ahorrar. Después de todo, la economía aún estaba débil y aún se enfrentaba a las consecuencias de la deuda privada acumulada durante los años de la burbuja. Empeoraba las cosas el programa de compra de activos del Banco Central Europeo, que terminaría comprando billones de euros en bonos de empresas y Gobiernos europeos. El BCE estimaba que solo un 15 por ciento de los bonos del Gobierno alemán estaba en manos de inversores privados a comienzos de 2018, porque el resto había sido absorbido por los bancos centrales.

Los ahorradores europeos han respondido a estas presiones comprando alrededor de 1,5 billones de euros en bonos extranjeros entre mediados de 2014 y finales de 2018 (en términos agregados, los no europeos vendieron bonos denominados en euros al BCE). El flujo neto de compras de bonos de la zona euro ha sido de una magnitud aproximadamente equivalente a todo el déficit estadounidense por cuenta corriente a lo largo de ese periodo. Los ahorradores europeos no compraron exclusivamente bonos estadounidenses, por supuesto, pero desde mediados de 2014 han adquirido alrededor de 800.000 millones de dólares en

bonos. Y lo hicieron porque sabían que Estados Unidos podría acomodar una compra a tal escala.

Lo que es más importante, a diferencia de los flujos financieros trasatlánticos anteriores a 2008, estas compras no eran acompañadas de compras recíprocas desde Estados Unidos. Ello contribuyó al aproximadamente 20 por ciento de incremento del valor real del dólar entre mediados de 2014 y comienzos de 2016. Hacia mediados de 2019, las exportaciones estadounidenses de bienes de capital y vehículos de motor habían caído, mientras que las importaciones habían aumentado casi un 20 por ciento. Los estadounidenses, por tanto, tuvieron que asumir la carga de la escasa predisposición de los europeos a gastar en sus propias necesidades domésticas. A pesar de sus quejas continuas sobre la política estadounidense, los líderes europeos no han hecho nada para cambiar esta situación. Es como si hubiésemos vuelto a la década de 1960.[270]

La venganza de Keynes

La idea más aceptada es que es bueno ser el emisor de una moneda de reserva, pero ese es un malentendido basado en la psicología, más que en la economía. A menos que el emisor de la moneda de reserva domine de manera abrumadora la economía mundial, siempre habrá un conflicto entre sus necesidades domésticas y la demanda global de activos de reserva. Durante más de seis décadas, Estados Unidos ha saciado a los ahorradores del resto del mundo a costa de sus propios trabajadores. Más que un exorbitante privilegio, como los franceses lo describieron erróneamente, la primacía del dólar ha sido una carga exorbitante.

John Maynard Keynes lo habría entendido. El Reino Unido suponía menos del 10 por ciento de la economía mundial después de la Primera Guerra Mundial y, no obstante, se comprometió a mantener un tipo de cambio irrazonablemente alto en la década de 1920 para proteger el valor de los activos en libras esterlinas comprados por los ahorradores de la India y la Commonwealth. Esa decisión —a la que Keynes se opuso vigorosamente como consejero económico del Gobierno del Reino Unido— se hizo a costa de la industria británica. Las exportaciones británicas fueron alrededor de un 25 por ciento menores en la década de 1920 de lo que habían sido en 1913, mientras que unas importaciones artificialmente

baratas desplazaban a la producción doméstica. Los trabajadores británicos sufrieron casi una década de desempleo extremadamente alto. Emitir una de las mayores monedas de reserva del mundo no les supuso ningún privilegio.

Pero las cosas cambiaron en el periodo que va de 1930 a 1932, cuando el pueblo británico votó para situar los problemas domésticos por encima de las responsabilidades internacionales. El Reino Unido abandonó sus compromisos internacionales, devaluó su moneda con respecto al oro, disminuyó sus tipos de interés domésticos e impuso aranceles, tras lo cual el país cerró rápidamente la brecha en niveles de vida que había surgido en la década de 1920 con respecto al resto del mundo rico.[271]

Hasta entonces, el Gobierno británico había hecho sufrir deliberadamente a sus propios ciudadanos para mantener el estatus de la libra esterlina. Era una política que podía haber sido revertida, y así fue. En el mismo sentido, el Gobierno estadounidense decidió vincular el sistema financiero internacional al dólar después de la Segunda Guerra Mundial. Al principio, emitir la moneda de reserva no era una carga. Quizá incluso tenía sentido en una época en la que la producción estadounidense suponía casi la mitad de la renta mundial.

Esos primeros años de posguerra, no obstante, eran una anomalía. Hacia 1971, la decisión tomada en Bretton Woods se había vuelto insostenible, por lo que la administración Nixon rompió el vínculo con el oro. A partir de la década de 1990, sin embargo, los ahorradores del resto del mundo decidieron que el dólar era el activo de reserva internacional, con independencia de compromisos formales. Los flujos financieros resultantes fueron acomodados por el sistema político y financiero estadounidense —con consecuencias desastrosas para los ciudadanos de Estados Unidos—.

Cuando unos ahorradores extranjeros compran activos estadounidenses, el déficit de Estados Unidos por cuenta corriente aumenta a través de alguna combinación de menores ingresos por la desindustrialización y mayores gastos en importaciones. A menos que haya billones de dólares de inversiones que valgan la pena en Estados Unidos esperando a ser financiadas —y no las hay—, este mayor gasto debe adoptar la forma de una inversión despilfarradora o de más consumo. Y a menos que el Gobierno estadounidense compense completamente las compras por parte de bancos centrales extranjeros incrementando en la misma medida su emisión de deuda, el sector privado de su país tendrá que absorber nuevos flujos financieros extranjeros vendiendo activos,

emitiendo acciones o endeudándose. No hay ningún otro resultado plausible.

El problema más profundo es que las distorsiones institucionales en los países con superávit han llevado a una escasez crónica de gasto. Las consecuencias inevitables son un exceso de capacidad productiva y de ahorros y una demanda excesiva de activos financieros. Un sistema comercial funcional necesita un mecanismo simétrico para constreñir estas distorsiones. Antes de la Primera Guerra Mundial, la constricción fue el patrón oro: los países con déficits que perdían oro se verían forzados a recortar sus gastos, mientras que los países con superávits que recibían flujos de entrada de oro verían impulsada su demanda doméstica. Sin embargo, el mundo abandonó el patrón oro para hacer la guerra y perdió la disciplina que se había impuesto. Keynes intentó crear un sustituto, pero fracasó: una nueva moneda sin Estado —el bancor— que serviría como activo de reserva global. Reconoció que ningún país tenía que asumir solo el coste de los desequilibrios mundiales. Keynes perdió en Bretton Woods, pero su análisis sigue siendo válido.

Es el momento de volverlo a intentar. Las alternativas son los compromisos voluntarios por parte de los países con superávits para ajustar sus desequilibrios domésticos o bien las respuestas unilaterales y potencialmente destructivas por parte de los países con déficits, especialmente Estados Unidos.

■

[226] Basado en BEA, «International Transaction Accounts», tablas 1.1, 9.1, https://apps.bea.gov/iTable/index_ita.cfm; Tamim Bayoumi, Joseph Gagnon y Christian Saborowski, «Official Financial Flows, Capital Mobility, and Global Imbalances», Peterson Institute for International Economics Working Paper n.º 14-8, 23 de octubre de 2014; y Brad W. Setset, «Mapping Capital Flows in the U. S. over the Last Thirty Years», CFR (blog), 16 de febrero de 2018, https://www.cfr.org/blog/mapping-capitalflows-us-over-last-thirty-years.

[227] Thomas Piketty, Emmanuel Saez y Gabriel Zucman, «Distributional National Accounts: Methods and Estimates for the United States», Quarterly Journal of Economics 133, n.º 2 (mayo de 2018), pp. 553-609; Emmanuel Saez y Gabriel Zucman, «Wealth Inequality in the United States since 1913: Evidence from Capitalized Income Tax Data», Quarterly Journal of Economics 131, n.º 2 (mayo de 2016), pp. 519-578; Tax Policy Center, «Historical Capital Gains and

Taxes», https://www.taxpolicycenter.org/statistics/historical-capital-gains-and-taxes; Matthew C. Klein, «How Should a 'Workers' Party' Cut Taxes?», FT Alphaville, 5 de mayo de 2017, https://ftalphaville.ft.com/2017/05/04/2188305/how-should-a-workers-party-cut-taxes/; Peter B. Edelman, «Poverty and Welfare: Does Compassionate Conservatism Have a Heart?», 2001 Edward C. Sobota Memorial Lecture, Albany Law School, Albany, NY.

[228] FRB, «Industrial Production and Capacity Utilization —G.17», https://www.federalreserve.gov/releases/g17/; Robert Schiller, datos sobre el mercado de valores empleados en Irrational Exuberance, http://econ.yale.edu/~shiller/data.htm.

[229] Basado en BEA, «National Income and Product Accounts», tablas 1.1.5, 1.14, 5.1, 5.2.6, https://apps.bea.gov/iTable/index_nipa.cfm.

[230] Robert Skidelsky, «Winning Back Europe's Heart; Rogue Dollar», The New York Times, 20 de febrero de 2005; George P. Schultz y Martin Feldstein, «Everything You Need to Know about Trade Economics, in 70 Words», The Washington Post, 5 de mayo de 2017; Jason Furman, «Worry about the Trade Deficit-A Bit», The Wall Street Journal, 1 de mayo de 2018; Joseph E. Stiglitz, «The US Is at Risk of Losing a Trade War with China», Project Syndicate, 30 de julio de 2018, https://www.project-syndicate.org/commentary/trump-loses-trade-war-with-china-by-joseph-e--stiglitz-2018-07.

[231] Joseph W. Gruber y Steven B. Kamin, «The Corporate Saving Glut in the Aftermath of the Global Financial Crisis», International Finance Discussion Paper 1150, junio de 2015; Matthew C. Klein, «Aging, Real Rates, and Labour Bargaining Power: The Case of Japan», FT Alphaville, 8 de diciembre de 2015, https://ftalphaville.ft.com/2015/12/08/2147125/aging-real-rates-and-labour-bargaining-power-the-case-of-japan/.

[232] Basado en BEA, «National Income and Products Accounts», tablas 1.1.5, 5.1, 5.2.6, https://www.bea.gov/iTable/index_nipa.cfm.

[233] Perry Mehrling, «A Money View of Credit and Debt», ponencia preparada para la conferencia INET/CIGI «False Dichotomies», Waterloo (Ontario), 18 de noviembre de 2012, https://www.cigionline.org/sites/default/files/inet2012mehrling_amoneyviewofcr

[234] Gary Gorton, Misunderstanding Financial Crises: Why We Don’t See Them Coming, Oxford: Oxford University Press, 2012.

[235] Michael D. Bordo y Robert N. McCauley, «Triffin: Dilemma or Myth?», BPI Working Papers n.º 684, diciembre de 2017; P. H. Lindert, Key Currencies and Gold, 1900–1913, Princeton, NJ: Princeton University Press, Departamento de Economía, 1969.

[236] Liaquat Ahamed, Lords of Finance: The Bankers Who Broke the World, Nueva York: Penguin, 2009; Adam Tooze, The Deluge: The Great War, America, and the Remaking of the Global Order, 1916–1931, Nueva York: Penguin, 2014; Douglas A. Irwin, «The French Gold Sink and the Great Deflation of 1929–1932», Cato Papers on Public Policy, vol. 2, 2012; Barry Eichengreen y Douglas A. Irwin, «The Slide to Protectionism in the Great Depression: Who Succumbed and Why», Journal of Economic History 70, n.º 4 (diciembre de 2010), pp. 871-897; Robert L. Hetzel, «German Monetary History in the First Half of the Twentieth Century», FRB Richmond Economic Quarterly 88, n.º 1 (invierno de 2002), pp. 1-35; Adam Tooze, The Wages of Destruction: The Making and Breaking of the Nazi Economy, Londres: Allen Lane, 2006; Stephen Kotkin, Stalin: Waiting for Hitler, 1929–1941, Nueva York: Penguin, 2017; «Foreign Trade in German Economy», Editorial Research Reports, 1939, vol. 1, Washington D. C., CQ Press, 1939.

[237] Benn Steil, The Battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the Making of a New World Order, Princeton, NJ: Princeton University Press, 2013; Barry Eichengreen, Exorbitant Privilege: The Rise and the Fall of the Dollar, Oxford: Oxford University Press, 2011; Nicholas Crafts, «Walking Wounded: The British Economy in the Aftermath of World War I», VoxEU, 27 de agosto de 2014, https://voxeu.org/article/walking-wounded-british-economy-aftermath-world-war-i.

[238] Sylvia Nasar, «Robert Triffin, an Economist Who Backed Monetary Stability», The New York Times, 27 de febrero de 1993.

[239] Testimonio de Robert Triffin, Congreso de Estados Unidos, Comité Económico Conjunto, Employment, Growth, and Price Levels: Hearings Before the Joint Economic Committee, 86.º Congreso, 1.ª sesión, 28 de octubre de 1959, 2905-14; BEA, «National Income and Product Accounts», tablas 1.1.5, 4.1, https://www.bea.gov/iTable/index_nipa.cfm.

[240] Reserva Federal, Consejo de Gobernadores, Banking and Monetary Statistics, 1941–1970, Washington D. C., FRS, 1976, tablas 14.1, 14.2, disponibles en https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/bms/1941-1970/BMS41-70_complete.pdf.

[241] Bordo y McCauley, «Triffin: Dilemma or Myth?».

[242] Robert Triffin, «Gold and the Dollar Crisis: Yesterday and Tomorrow», Essays in International Finance n.º 132, Universidad de Princeton, Departamento de Economía, diciembre de 1978.

[243] Precio del oro en el mercado de metales preciosos de Londres, datos económicos de la FRED, https://fred.stlouisfed.org/series/GOLDAMGBD228NLBM; Robert L. Hetzel, «German Monetary History in the Second Half of the Twentieth Century: From the Deutsche Mark to the Euro», FRB Richmond Economic Quarterly 88, n.º 2 (primavera de 2002), pp. 29-64; Michael Bordo, Eric Monnet y Alain Naef, «The Gold Pool (1961–1968) and the Fall of the Bretton Woods System: Lessons for Central Bank Cooperation», NBER Working Paper n.º 24.016, noviembre de 2017.

[244] Oficina de Estadísticas Laborales, «Consumer Price Index» (Índice de precios al consumo), todos los productos, https://www.bls.gov/cpi/.

[245] Bordo y McCauley, «Triffin: Dilemma or Myth?»; Ashoka Mody, Eurotragedy: A Drama in Nine Acts, Oxford: Oxford University Press, 2018.

[246] Michael P. Dooley, David Folkerts-Landau y Peter Garber, «An Essay on the Revived Bretton Woods System», NBER Working Paper n.º 9.971, septiembre de 2003; Gita Gopinath, «The International Price System», NBER Working Paper, n.º 21.646, noviembre de 2015.

[247] George Soros, «General Theory of Reflexivity», Financial Times, 26 de octubre de 2009; George Soros, «Financial Markets», Financial Times, 27 de octubre de 2009.

[248] Banco Central de la República de China (Taiwán), «Monthly Releases: Foreign Exchange Reserves», https://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=1866&ctNode=511&mp=2; FMI, «IMF Country Information», https://www.imf.org/en/Countries.

[249] Timothy Lane, «The Asian Financial Crisis: What Have We Learned?», Finance and Development (FMI), 36, n.º 3 (septiembre de 1999), pp. 44-47.

[250] Michael Pettis, The Volatility Machine: Emerging Economies and the Threat of Financial Collapse, Oxford: Oxford University Press, 2001, especialmente caps. 4-6.

[251] Seth Mydans, «Indonesia Agrees to I.M.F.'s Tough Medicine», The New York Times, 16 de enero de 1998.

[252] Timothy Lane et al., «IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand: A Preliminary Assessment», IMF Occasional Paper n.º 178, 1999; Personal del FMI, «Recovery from the Asian Crisis and the Role of the IMF», junio de 2000, https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/062300.htm; FMI, «World Economic Outlook Database», octubre de 2018, https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/02/weodata/weoselgr.aspx.

[253] Basado en FMI, «Composition of Foreign Exchange Reserves», base de datos, y Setser, «Mapping Capital Flows».

[254] Véase, por ejemplo, C. Fred Bergsten y Joseph E. Gagnon, Currency Conflict and Trade Policy: A New Strategy for the United States, Washington D. C.: Peterson Institute for International Economics, 2017.

[255] China, Administración Estatal de Divisas, «The Time-Series Data of China's Foreign Exchange Reserves», https://www.safe.gov.cn/en/2018/0408/1426.html.

[256] FMI, «World Economic Outlook Database», octubre de 2018; FRED Economic Data, «Crude Oil Prices: Brent-Europe», https://fred.stlouisfed.org/series/DCOILBRENTEU.

[257] Basado en valores del Tesoro de Estados Unidos protegidos por la inflación, que incorporaba las expectativas de inflación, https://fred.stlouisfed.org/series/DTP30A28, y el índice del dólar ponderado por la inflación, FRB, informe H.10, https://www.federalreserve.gov/releases/h10/summary/indexbc_m.htm.

[258] Por sus siglas en inglés, Government-Sponsored Enterprises. (N. del T.).

[259] Por sus siglas en inglés, Mortgage-Based Security. (N. del T.).

[260] Datos económicos de la FRED, «Federal Debt Held by the Public», https://fred.stlouisfed.org/series/FYGFDPUN; Datos económicos de la FRED, «Federal Debt Held by Foreign and International Investors», https://fred.stlouisfed.org/series/FDHBFIN; Servicio Fiscal del Departamento del Tesoro, boletín mensual; FRB, «Financial Accounts of the United States», https://www.federalreserve.gov/releases/z1/current/default.htm; FRB, «Mortgage Debt Outstanding», https://www.federalreserve.gov/data/mortoutstand/current.htm; estadísticas de SIFMA, «US Mortgage-Related Issuance and Outstanding», https://www.sifma.org/resources/research/us-mortgage-related-issuance-and-outstanding/; estadísticas de SIFMA, «US ABS Issuance and Outstanding», https://www.sifma.org/resources/research/us-abs-issuance-and-outstanding/.

[261] Atif Mian y Amir Sufi, House of Debt: How They (and You) Caused the Great Recession and How We Can Prevent It from Happening Again, Chicago: University of Chicago Press, 2014; John Geanakoplos, «What's Missing from Macroeconomics: Endogenous Leverage and Default», Cowles Foundation Paper n.º 1332, 2011; Alan Greenspan y James Kennedy, «Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt on One-to-Four-Family Residences», FEDS Working Paper n.º 2005-41; Alan Greenspan y James Kennedy, «Sources and Uses of Equity Extracted from Homes», FEDS Working Paper n.º 2007-20; estimaciones actualizadas de las retiradas de valores hipotecarios proporcionadas por James Kennedy y Bill McBride, «Equity Extraction Data», 24 de marzo de 2009, https://www.calculatedriskblog.com/2009/03/equity-extraction-data.html; «Mortgage Equity Withdrawal Positive», 13 de diciembre de 2016, CalculatedRISK (blog), https://www.calculatedriskblog.com/2016/12/mortgage-equity-withdrawal-positive-in.html; FRB, «Financial Accounts of the United States, table B.101», https://www.federalreserve.gov/apps/fof/DisplayTable.aspx?t=b.101.

[262] Basado en BEA, «National Income and Product Accounts», tablas 1.4.3, 5.2.3U, 7.1, https://apps.bea.gov/iTable/index_nipa.cfm; FRB, «Industrial Production and Capacity Utilization-G17», https://www.federalreserve.gov/releases/g17/download.htm; OCDE, base de datos «Trade in Value Added», https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=75537; y David Autor et al., «Foreign Competition and Domestic Innovation: Evidence

from US Patents», American Economic Review: Insights (en prensa).

[263] Oficina de Estadísticas Laborales, «Establishment Survey», https://fred.stlouisfed.org/series/MANEMP y https://fred.stlouisfed.org/series/USPRIV, y «Household Survey», https://fred.stlouisfed.org/series/LNS12300060.

[264] Kerwin Kofi Charles, Erik Hurst y Matthew J. Notowidigdo, «Housing Booms, Manufacturing Decline, and Labor Market Outcomes», documento de trabajo, julio de 2017; Michael Spence y Sandile Hlatshwayo, «The Evolving Structure of the American Economy and the Employment Challenge», Council of Foreign Relations Working Paper, marzo de 2011.

[265] David Autor, David Dorn y Gordon Hanson, «The China Shock: Learning from Labor-Market Adjustment to Large Changes in Trade», Annual Review of Economics 8 (2016), pp. 205-240; David Autor, David Dorn y Gordon Hanson, «When Work Disappears: Manufacturing Decline and the Falling Marriage Market Value of Young Men», American Economic Review: Insights 1, n.º 2 (septiembre de 2019), pp. 161-178; Justin R. Pierce y Peter K. Schott, «Trade Liberalization and Mortality: Evidence from U.S. Counties», FEDS Working Paper n.º 2016-094, noviembre de 2016; Leo Feler y Mine Z. Senses, «Trade Shocks and the Provision of Local Public Goods», IZA Discussion Paper n.º 10231, 2015.

[266] FRB, «Summary Measures of the Foreign Exchange Value of the Dollar», https://www.federalreserve.gov/releases/h10/summary/default.htm.

[267] Jean-Noël Barrot et al., «Import Competition and Household Debt», Banco de Nueva York de la Reserva Federal Staff Reports n.º 821, agosto de 2017.

[268] Basado en BEA, «National Income and Product Accounts», tablas 1.1.5, 1.5.3, 4.1, 4.2.3., 4.2.5., 5.2.3U, 7.1, https://apps.bea.gov/iTable/index_nipa.cfm; Oficina de Estadísticas Laborales, «Household Survey»; FRB, «Industrial Production and Capacity Utilization —G.17».

[269] Setser, «Mapping capital Flows»; China, Administración Estatal de Divisas, «The Time-Series Data of Balance of Payments of China», https://www.safe.gov.cn/en/2018/0928/1457.html; China, Administración Estatal de Divisas, «The Time-Series Data of China’s Foreign Exchange Reserves».

[270] Benoît Cœuré, «The Persistence and Signaling Power of Central Bank Asset Purchase Programmes», discurso ante el Foro de Política Monetaria Estadounidense, Nueva York, 23 de febrero de 2018, BCE; BEA, «National Income and Product Accounts», tabla 4.2.3, https://apps.bea.gov/iTable/index_ita.cfm; BCE, «Statistical Data Warehouse», https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=338.BP6.Q.N.I8.US.S1.S1.T.A.FA.P.F3.T.EUR._T.M.N.

[271] Adam Tooze, The Deluge: The Great War, America and the Remaking of the Global Order, 1916–1931, Nueva York: Penguin, 2014; Nicholas Crafts, «Walking Wounded: The British Economy in the Aftermath of World War I», VoxEU, 27 de agosto de 2014, https://voxeu.org/article/walking-wounded-british-economy-aftermath-world-war-i; Barry Eichengreen, «The British Economy between the Wars», en The Cambridge History of Modern Britain, ed. de Roderick Floud y Paul Johnson, Cambridge: Cambridge University Press, 2004, pp. 314-343.

Conclusión

Para poner fin a las guerras comerciales, pongamos fin a las guerras de clase

La guerra comercial es a menudo presentada como un conflicto entre países. No lo es: es principalmente un conflicto entre banqueros y propietarios de activos financieros, en un bando, y familias corrientes, en el otro —entre los muy ricos y todos los demás—. El crecimiento de la desigualdad ha generado exceso de bienes manufacturados, pérdidas de empleo y aumento del endeudamiento. Es una perversión económica y financiera de lo que se supone que debe lograr la integración global. Durante décadas, Estados Unidos ha sido la mayor víctima de esta perversión. Absorber el exceso de producción y de ahorro del resto del mundo —a costa de la desindustrialización y las crisis financieras— ha sido la carga exorbitante de Estados Unidos.

Pero los estadounidenses no son las únicas víctimas. Todos los habitantes del planeta sufren como consecuencia de este sistema, porque el sistema financiero estadounidense y el mercado de consumo funcionan como una válvula de seguridad para la explotación de otros países. La apertura de Estados Unidos al comercio y las finanzas internacionales significa que los ricos de Europa, China y las otras principales economías con superávit pueden exprimir a sus trabajadores y sus pensionistas en la seguridad de que siempre pueden vender sus mercancías, sacar beneficios y aparcar sus ahorros en activos seguros.

Si Estados Unidos no fuera una economía tan abierta, los países con superávit se verían forzados a divertir su exceso de producción a otros países, ninguno de los cuales ha estado nunca tan dispuesto como Estados Unidos a absorberlo, o a ver como unas existencias indeseadas se apilan hasta que las fábricas cierran y los trabajadores son despedidos. El coste de una creciente desigualdad de ingresos en un país sería internalizado y tendría un impacto limitado en otros. En lugar de ello, al impedir que las élites políticas e industriales en los países con superávit asumiesen las consecuencias de sus acciones, el sistema abierto ha permitido un

comportamiento destructivo en el resto del mundo.

Desde un cierto punto de vista, Estados Unidos —y el Reino Unido, Canadá y Australia, todos los cuales desempeñan un papel similar en la economía global— se parece, por tanto, a las colonias imperiales de Europa de finales del siglo XIX. Entonces, los pueblos sometidos eran obligados a comprar la producción excesiva de Europa a cambio de una deuda que no necesitaban. Increíblemente, hoy existe una situación similar. Sin embargo, en lugar de en la violencia, el régimen moderno depende del compromiso de los países anglohablantes con los mercados abiertos. Es una decisión que han tomado, pero en una democracia el pueblo tiene la opción de cambiar de opinión.

Quizá ya estemos empezando a ver ese cambio. En las elecciones de 2016, todos los principales candidatos presidenciales estadounidenses rechazaron el Acuerdo de Asociación Transpacífica (TPP).[272] Bernie Sanders advirtió de que «facilitaría que las corporaciones arrojasen a la calle a los trabajadores estadounidenses» y «recompensaría a algunos de los mayores violadores de derechos humanos del mundo». A Hillary Clinton le preocupaba que el acuerdo no solucionase el problema de la manipulación monetaria y que diese demasiada protección a las patentes farmacéuticas. Larry Summers, el antiguo secretario del Tesoro estadounidense y confidente de Barack Obama y Clinton, no se oponía explícitamente al TPP, pero pensaba que era una pérdida de tiempo en comparación con la reforma del FMI o el aumento de la financiación de la ONU. Para Summers, «más globalización» era innecesaria y los políticos deberían más bien centrarse en «asegurar que la globalización que tenemos funcione para todos nuestros ciudadanos».[273]

Una de las primeras decisiones de Donald Trump como presidente fue sacar a Estados Unidos del TPP. La Asociación de Comercio e Inversión Transatlántica —el otro gran acuerdo comercial negociado por la administración Obama— también parece, en el momento en que estamos escribiendo esto, muerta. En los años transcurridos desde que asumió el poder, Trump ha impuesto aranceles punitivos a todo, desde las lavadoras coreanas hasta el acero canadiense y casi todas las importaciones estadounidenses de China. El efecto neto ha sido doblar los ingresos aduaneros entre finales de 2017 y mediados de 2019. Las amenazas de Trump podrían expandir la base arancelaria aún más yendo en contra de las importaciones de vehículos desde Europa. Aunque algunas de estas acciones son impopulares, muchos de los líderes demócratas, incluyendo muchos de los que se presentan a la presidencia en 2020, apoyan los aranceles impuestos a los

bienes chinos.[274]

Como hemos mostrado en este libro, sin embargo, solucionar los desequilibrios comerciales por medio de aranceles es probable que, en el mejor de los casos, no resulte efectivo, y que sea dañino bajo ciertas condiciones. Es por ello que resulta importante el que los controles de capitales se hayan vuelto crecientemente populares, especialmente en otros países anglohablantes. Nueva Zelanda recientemente prohibió a todos los no residentes comprar propiedad residencial. Australia limita a nuevas viviendas las compras por parte de extranjeros, lo que ha ayudado a estimular la construcción, y grava con impuestos esas compras, aunque las tasas varían entre estados. Algunos Gobiernos locales de Canadá han comenzado a gravar con impuestos la compra de viviendas por parte de extranjeros. Estados Unidos podría ir aún más allá. El 31 de julio de 2019, dos senadores estadounidenses —uno demócrata y el otro, republicano— introdujeron un proyecto de ley que habría forzado a la Reserva Federal a reducir a cero el actual déficit por cuenta corriente desincentivando la inversión extranjera con una «tarifa de acceso al mercado».[275]

Lo sorprendente es que los estadounidenses hayan tolerado el sistema abierto durante tanto tiempo. Cuando ese sistema se puso en marcha por primera vez, el tamaño de la economía estadounidense era aproximadamente igual al de todo el resto del mundo. Hoy, sin embargo, Estados Unidos supone menos de una cuarta parte de la producción total. En comparación con hace setenta años, el resto del mundo es ahora tres veces mayor que Estados Unidos, lo que significa que América tiene mucha menos capacidad de absorber los desequilibrios del ahorro del resto del mundo. Si el porcentaje estadounidense de la economía mundial sigue contrayéndose, la carga impuesta a los estadounidenses seguirá aumentando hasta que, por pura aritmética, el sistema quiebre. Y, no obstante, no hay nadie en la clase dirigente estadounidense que se haya sentido cómodo desafiando este sistema hasta recientemente.

Esta situación tan sorprendente puede explicarse por las guerras de clase en Estados Unidos. Después de todo, muchos estadounidenses han prosperado produciendo activos financieros para acomodar el exceso de ahorros del resto del mundo. La preferencia mundial por los mercados y el dólar estadounidenses ha inflado los ingresos de los financieros que controlan el acceso a estos mercados —así como su influencia política doméstica—. Durante décadas, el enfoque del Tesoro de Estados Unidos sobre las finanzas internacionales estaba determinado en gran medida por los intereses de los grandes bancos estadounidenses

comerciales y de inversión y los propietarios del capital financiero. Los intereses de todos los demás fueron en gran medida ignorados, si no perjudicados por compromisos contraproducentes para mantener un dólar fuerte. Esto siempre se justificaba con el argumento de que desregular el capital e incrementar su movilidad llevaría a las mejores inversiones posibles.

El incremento resultante de la riqueza, argumentaban, acabaría beneficiando, inevitablemente, a todos los estadounidenses —sin tener en cuenta que es mucho más probable que los flujos del capital internacional sean fomentados por la especulación, las inversiones de moda, las fugas de capital y la acumulación de reservas (a menudo con objetivos mercantilistas) que por unas decisiones sobrias de inversión sobre los usos a largo plazo del capital—. Muchas empresas estadounidenses se adaptaron a los masivos flujos financieros en dirección a Estados Unidos recolocando su producción en países donde los trabajadores están mal pagados y después vendiendo bienes con márgenes mayores a los consumidores estadounidenses.

La influencia de los banqueros fue amplificada por unos funcionarios estadounidenses que estaban dispuestos a sacrificar la industria doméstica por razones geopolíticas durante la Guerra Fría. El Gobierno estadounidense negoció repetidamente acuerdos comerciales que, según reconocían en privado los funcionarios del Departamento de Comercio, eran desventajosos para los empresarios y trabajadores estadounidenses, pero valían la pena por sus supuestos beneficios estratégicos. Más recientemente, el papel del dólar en el sistema de pagos mundiales ha dado al Tesoro un poder inmenso para imponer sanciones financieras sobre objetivos en cualquier parte del mundo. Pero, como dijo Paul Volcker —que, entre otras cosas, fue subsecretario del Tesoro para asuntos internacionales en 1969-1974— en una entrevista reciente, «los perros más grandes son los que pagan el precio».[276]

Los ricos de todo el mundo podían beneficiarse a costa de los trabajadores y jubilados porque los intereses de los financieros estadounidenses eran complementarios a los de los industriales chinos y alemanes. Ambos complementaban los intereses de las personas más ricas del mundo, incluso de los países más pobres. Los modernos países con superávit no necesitan colonias para absorber su exceso de producción porque pueden trabajar con banqueros, sus colaboradores voluntarios en los países con déficit.

El resultado perverso de todo ello es que la globalización y una creciente

desigualdad se refuerzan mutuamente. Las empresas a todo lo largo del mundo usan la competición internacional como una excusa para presionar en favor de menores salarios, regulaciones medioambientales y de seguridad más débiles, regímenes fiscales preferenciales y transferencias regresivas. Exprimir a los hogares corrientes ha sido, aparentemente, mucho más sencillo que incrementar la productividad, invertir en infraestructuras y mejorar la salud y la educación. Esto, no obstante, es insostenible, porque unos salarios menores deben llevar a alguna combinación de menor consumo, lo que reduce el gasto total en la economía global, y mayor endeudamiento, que en última instancia es contraproducente. No es simplemente una coincidencia que, a lo largo de la historia moderna, unos niveles altos de desigualdad de renta hayan coincidido con un aumento de los niveles de deuda.

A lo largo de las últimas décadas, la demanda de bienes y servicios, por tanto, se ha convertido en el recurso más escaso y más valioso, con Estados Unidos jugando el papel de productor oscilante. Las empresas de todo el mundo luchan por porcentajes mayores del mercado global al mismo tiempo que colaboran para suprimir el tamaño de sus mercados domésticos. Esta es la definición misma de lo que se conoce como «arruinar al vecino». Debido a que la «competitividad» se ha convertido en un eufemismo de reducir los salarios, o bien directamente o bien a través de la depreciación monetaria y de unas redes de seguridad más débiles, el fetiche de la competitividad ha generado una escasez global de gasto. Las guerras comerciales son casi la consecuencia inevitable de la globalización tal como ha venido siendo practicada. Unas personas que comparten fundamentalmente unos intereses comunes están siendo empujadas unas contra otras porque los ultrarricos han estado practicando con éxito una guerra de clases contra todos los demás.

Las actuales negociaciones comerciales no resuelven ninguna de estas cuestiones, y es por ello por lo que logran tan poco. No tiene ninguna importancia cuántos aviones estadounidenses o toneladas de soja promete comprar China o, de hecho, en qué magnitud se reduce el déficit bilateral de Estados Unidos con China. Ni siquiera importa cuántas compañías estadounidenses que se han deslocalizado anteriormente en China vuelvan a Estados Unidos. Mientras los chinos corrientes retengan tan poco de lo que producen, su gasto en bienes y servicios estará, inevitablemente, deprimido. China debe tener un superávit comercial y debe exportar cantidades masivas de ahorros. Lo mismo se puede decir de Alemania, Japón, los Países Bajos, Corea del Sur, Taiwán, Suiza, Singapur y las otras principales economías con

superávits. A menos que los países con déficits fuercen a que esos flujos de capital extranjeros se dirijan a otros sitios, deben inevitablemente absorber el exceso de ahorro del resto del mundo y el exceso de producción.

No cabe duda de que una retirada estadounidense del comercio global —el cierre gradual del mayor mercado de consumo y el mayor mercado de capital del mundo— impondría costes significativos, en primer lugar, al resto del mundo y, finalmente, a Estados Unidos. Si Estados Unidos abandona su papel tradicional sin acordar un nuevo conjunto de normas con el resto del mundo, el comercio global se volverá inestable y crecientemente conflictivo a medida que los países intenten trasladar el coste del ajuste a otros lugares. En lugar del periodo históricamente anómalo de globalización pacífica de la segunda mitad del siglo XX, el mundo se parecería a la anarquía —y, potencialmente, a la violencia— que ha caracterizado al comercio desde el siglo XVII hasta la primera mitad del siglo XX. Eso sería trágico.

¿Qué debería hacer Estados Unidos?

Estados Unidos, como Alemania, está aquejado de una extrema desigualdad y una infraestructura degradada. Sin embargo, a diferencia de Alemania, tiene un gran déficit por cuenta corriente. Eso significa que los estadounidenses no pueden resolver todos sus problemas simultáneamente dentro del contexto del sistema abierto. Reducir la desigualdad y reparar las infraestructuras llevaría a un mayor consumo y una mayor inversión. Aunque la producción estadounidense probablemente aumentaría también, parte del incremento del gasto sería probablemente absorbido por los productores extranjeros, lo que significa que el déficit por cuenta corriente se incrementaría.

A menos que cambien las políticas del resto del mundo, Estados Unidos no puede reducir unilateralmente la desigualdad, aumentar los niveles de vida y estabilizar o reducir su déficit por cuenta corriente sin restringir al mismo tiempo la inversión extranjera. Lo mismo se puede decir de cualquier otro país con un déficit por cuenta corriente y mercados de capital abiertos, como el Reino Unido o Francia. La cuestión es cómo gestionar esas prioridades contradictorias.

A corto plazo, el primer objetivo de Estados Unidos debería ser trasladar la carga

de absorber unos flujos financieros indeseados del sector privado estadounidense al Gobierno federal. Los hogares y las compañías estadounidenses no deberían ser presionados para endeudarse más de lo que se pueden permitir por conceptos equivocados sobre el déficit presupuestario o el nivel de gasto público. Como hemos mostrado, el hecho de que Estados Unidos deba absorber permanentemente un superávit financiero por cuenta corriente significa que la única forma de evitar un aumento del desempleo estadounidense es con alguna combinación de mayor endeudamiento privado y mayor endeudamiento público. Esto es por lo que, a corto plazo, debe emitirse tanta deuda del Tesoro de Estados Unidos como sea necesaria para acomodar los deseos de los ahorradores privados. Unos impuestos menores sobre los salarios, mayores deducciones en el impuesto sobre la renta y una mejor red de seguridad, particularmente referida al gasto en sanidad, ayudarían a generar los déficits presupuestarios necesarios, mejorando simultáneamente la desigual distribución de la riqueza.

Sería aún mejor si el Gobierno federal absorbiese flujos de inversión extranjeros incrementando directa o indirectamente la muy necesaria inversión en infraestructura en Estados Unidos, particularmente la referida al tráfico privado y la energía verde. Muchos años de austeridad fiscal y negligencia han generado un gran retraso en la inversión en proyectos que realmente son necesarios. Es más, la inversión en infraestructuras en Estados Unidos generaría casi con total seguridad incrementos en la capacidad de pagar los intereses de la deuda muy por encima de los costes adicionales del servicio de la deuda, por lo que ni siquiera resultaría en una carga global mayor de deuda; la deuda aumentaría, pero el PIB aumentaría aún más.

El gasto federal podría también sostener la demanda de manufacturas estadounidenses aunque el mercado doméstico permaneciese inundado de excedentes extranjeros de demanda. El enfoque más sencillo es un crecimiento en el gasto de defensa, pero otras medidas podrían ser más efectivas y deberían ser tenidas en cuenta. El objetivo no debería ser impedir que los extranjeros vendiesen a los estadounidenses, sino mantener una base industrial doméstica a pesar de las distorsiones provocadas por el bajo nivel de gasto en el resto del mundo.

Al mismo tiempo, Estados Unidos debería encontrar una manera de acomodar los deseos legítimos de ciertos Gobiernos de protegerse de las crisis sin que esos Gobiernos tengan que acumular ahorros de emergencia denominados en dólares. Facilitar que los extranjeros pudieran pedir prestados dólares de la Reserva

Federal ayudaría. En 2008, la Fed ofreció un crédito casi ilimitado a los principales aliados de Estados Unidos —incluidos Corea del Sur y México— en condiciones relativamente generosas. En 2013, la Fed estableció acuerdos estables con los bancos centrales de Canadá, la zona euro, el Reino Unido, Japón y Suiza, aunque, teóricamente, podían terminarse en cualquier momento. Pasar a una estructura institucional permanente y expandirse para incluir un número más amplio de prestatarios debería ayudar a reducir la demanda extranjera de reservas en forma de activos estadounidenses.[277]

No obstante, estas medidas son principalmente parches a corto plazo. No son suficientes para solucionar los problemas subyacentes de la economía global. Estados Unidos seguirá siendo el sumidero mundial del exceso global de ahorros y el excedente productivo que lo acompaña. El sistema comercial abierto seguirá estando amenazado mientras las élites de las mayores economías con superávit sigan comprometidas con un sistema que exprime continuamente el poder de compra de sus trabajadores y sus pensionistas.

Si queremos poner fin a las guerras comerciales antes de que sigan dañando la economía global y socavando la paz internacional, debemos, por tanto, solucionar los problemas paralelos de la desigualdad de ingresos y de la insana dependencia mundial del sistema financiero estadounidense. Estados Unidos debe liderar la reforma de un sistema roto de comercio global y, por encima de todo, de los flujos globales de capital. Los países con déficits deben encontrar una forma de obligar a las élites en los países con superávit a internalizar los costes de su comportamiento, y deben hacerlo con la oposición sustancial de sus propias élites. El comercio abierto genera enormes beneficios para el mundo, pero también hay costes, y debemos enfrentarnos a ellos si queremos retener los beneficios.

¿Qué deberían hacer los países con superávits?

La escasez de gasto global proviene de los países con superávit. Aunque los políticos alemanes a menudo insisten en que los superávits de Alemania son la recompensa por sus superiores técnicas productivas, esto es completamente absurdo. La recompensa que recibe un país por su superior productividad son

mayores importaciones a través de unas mejores condiciones comerciales. Unos superávits persistentes son casi siempre la consecuencia de una distribución altamente desequilibrada de los ingresos a favor de las empresas y de los ricos. Estados Unidos y los otros países con déficits pueden intentar desviar esos superávits, pero, aunque lo consigan, los problemas que hemos descrito seguirían sin ser resueltos. Los pueblos de Asia y Europa se merecen algo mejor.

Los últimos datos sugieren que China tiene o bien el segundo o bien el tercer mayor superávit por cuenta corriente medido en dólares. El peligro es que este superávit crezca rápidamente a medida que la inversión doméstica disminuya en los años venideros. Sin un incremento conmensurable en el gasto de las familias, el resultado sería una vuelta al excedente productivo que atormentó al mundo en la década de 2000. Afortunadamente, el Gobierno chino tiene muchas herramientas a su disposición para evitar esto, trasladando ingresos de las élites a los trabajadores corrientes y a los pensionistas —si decide hacerlo—.

En primer lugar, el sistema hukou debe ser reformado y eventualmente eliminado, de manera que todos los chinos puedan acceder a los beneficios públicos que pagan con sus impuestos con independencia de dónde vivan. En segundo lugar, el Gobierno debe expandir la calidad de su red de seguridad y garantizar una seguridad razonable de rentas a los pensionistas, incluyendo el acceso a la sanidad. En tercer lugar, el Gobierno debería facilitar que los trabajadores puedan organizarse y negociar mejores salarios y condiciones laborales. En cuarto lugar, las empresas estatales deben pagar mayores dividendos. Idealmente, esos dividendos deben ser distribuidos directamente a los hogares chinos a través de un fondo de riqueza social. En quinto lugar, el Gobierno debería continuar sus esfuerzos en mejorar la calidad del aire y del agua a través de regulaciones medioambientales más estrictas. En sexto lugar, el Gobierno debería reformar su sistema fiscal reduciendo la carga sobre los pobres y los consumidores de renta media al mismo tiempo que aumenta los impuestos sobre los que ganan más. Finalmente, el Gobierno debería continuar sosteniendo el valor del yuan, por ejemplo, a través de la venta de reservas de divisas, si es necesario, lo que ayudaría a trasladar poder de compra de los propietarios de compañías exportadoras a los consumidores chinos corrientes.

Ninguna de estas ideas es nueva. Todas excepto la última fueron incluidas en las reformas propuestas oficialmente durante el Tercer Pleno de octubre de 2013, e incluso la última fue apoyada por el antiguo gobernador del banco central. Pero estas reformas fueron ferozmente contestadas por los poderosos intereses

creados que tienen mucho que perder si se lleva a cabo una política de reequilibrio. Mientras sea capaz de posponer su reequilibrio —algo que podrá hacer en la medida en que pueda seguir arrojando su exceso de ahorro a Estados Unidos—, seguirá siendo tentador para China el evitar los ajustes necesarios.

La zona euro es ahora la principal fuente mundial de desequilibrios globales. Antes de 2008, los hogares y las empresas de los países en crisis, de España, Grecia, Italia, Irlanda y otros, compensaban el estancamiento alemán endeudándose fuertemente y gastando para amortiguar el impacto. Más recientemente, no obstante, esos Gobiernos se han visto obligados a reducir gastos. Los resultados han sido impuestos más altos, más desempleo, mayor pobreza, peores infraestructuras y menores niveles de vida globales. El efecto combinado ha sido reducir los tipos de interés de la deuda soberana por debajo de cero para casi todos los países, incluso para las deudas a más largo plazo. Los dos objetivos principales de la zona euro, por tanto, deberían ser reducir el superávit privado global y expandir el déficit presupuestario agregado.

El gran superávit privado europeo es en última instancia una función del aumento de la desigualdad. Eso significa que puede ser revertido a través de políticas directas que trasladen renta de los ultrarricos y las empresas que controlan a los hogares europeos corrientes. Las políticas más obvias serían impuestos más altos a los que más ganan, menores contribuciones a la seguridad social, menores impuestos sobre el valor añadido, unas redes de seguridad mayores y unos salarios mínimos más altos. Alemania, en particular, debería reformar su régimen de impuesto de sucesiones para desincentivar la concentración de riqueza empresarial en un puñado de empresas familiares y actualizar su sistema de impuestos sobre la propiedad para tener en cuenta los cambios en el valor de las viviendas.

Solucionar la posición fiscal de Europa requiere más creatividad. Idealmente, cada país debería recortar impuestos e impulsar el gasto de la manera más apropiada para sus propias necesidades domésticas. Alemania, por ejemplo, podría pasar de un superávit presupuestario del 2 por ciento del PIB a un déficit del 4 por ciento reduciendo sus altos impuestos, mejorando la seguridad de rentas de sus trabajadores y llevando a cabo por fin las necesarias inversiones en carreteras, puentes, trenes de alta velocidad, banda ancha y energía verde. Los Países Bajos, mientras tanto, podrían ayudar a sus hogares en dificultades a salir de sus masivas deudas inmobiliarias reduciendo los impuestos sobre la renta y sobre el valor añadido y flexibilizando sus onerosas leyes sobre la quiebra.[278]

Estas políticas serían buenas para el pueblo alemán y el neerlandés, pero no serían ni de lejos suficientes para afectar al equilibrio europeo general, que ha cambiado tanto desde 2012 por las transformaciones en los países en crisis. En base a las condiciones puramente económicas, los mayores déficits presupuestarios deberían estar en los países de la zona euro menos capaces de sostenerlos: Grecia, Italia y España. Esto es un problema.

La solución más práctica es federalizar la política fiscal europea tanto como sea posible. Los Gobiernos nacionales gastarían menos, reducirían la carga fiscal y se endeudarían menos, permitiéndoles, por consiguiente, hacer honor a sus compromisos con los tratados sin convertir la zona euro en una amenaza permanente para el resto del mundo. El Banco Europeo de Inversiones se podría convertir en la mayor fuente de financiación de proyectos de infraestructuras en todo el bloque y podría coordinar proyectos transfronterizos. Un seguro de depósitos común y un sistema común de resolución bancaria asegurarían que los ahorros en bancos de Grecia y Portugal fueran tan válidos como los ahorros en bancos de Alemania y los Países Bajos. Finalmente, una nueva hacienda única para la zona euro asumiría funciones de gasto esenciales como el seguro de desempleo y las pensiones, respaldaría al Banco Europeo de Inversiones, emitiría deuda que sería tan atractiva para los inversores internacionales como los bonos del Tesoro de Estados Unidos y recaudaría impuestos comunes. Idealmente, esos nuevos impuestos se centrarían en el movimiento de los beneficios empresariales dentro del bloque monetario y en la riqueza neta de los residentes más ricos de la zona euro.

Si China y Europa siguen las prescripciones generales descritas más arriba, los niveles de vida aumentarían en todo el mundo y el endeudamiento disminuiría. El aumento del consumo fomentaría que las empresas invirtiesen en nueva capacidad productiva para cubrir la demanda. Por tanto, la transferencia de renta a las familias corrientes resultaría en más consumo y más inversión. La redistribución, en este caso, llevaría a una mayor producción. El sistema abierto se mantendría y los actuales conflictos sobre comercio desaparecerían, dado que los conflictos de clase internos de cada país serían resueltos pacíficamente. Este es nuestro resultado preferido. Las alternativas son mucho peores. Como mínimo, implicarían la negativa de Estados Unidos a continuar acomodando los desequilibrios globales absorbiéndolos.

Lo que estamos sugiriendo podría parecer difícil, pero se ha hecho antes. En Bretton Woods, los Aliados crearon un nuevo sistema de reglas para la economía

global y las finanzas internacionales. En casa, los Gobiernos fortalecieron su democracia social garantizando unos niveles de vida básicos y mejorando la seguridad de trabajadores y jubilados. Los líderes respondieron a los desafíos de su época y aprendieron de las experiencias del pasado. Sus soluciones fueron imperfectas —es por ello por lo que estamos donde estamos—, pero se basaron en los valores del igualitarismo, la cooperación global y la paz. Los pueblos del mundo merecen una respuesta comparable a los desafíos de hoy.

■

[272] Por sus siglas en inglés, Trans-Pacific Partnership. (N. del T.).

[273] Bernie Sanders, «Sanders: Party Platform Still Needs Work», Philadelphia Inquirer, 3 de julio de 2016; «Hillary Clinton Says She Does Not Support Trans-Pacific Partnership», PBS News Hour, 7 de octubre de 2015, https://www.pbs.org/newshour/politics/Hillary-clinton-says-she-does-not-support-trans-pacific-partnership; Larry Summers, «A Setback to American Leadership on Trade», Financial Times, 14 de junio de 2015.

[274] «Presidential Memorandum Regarding Withdrawal of the United States from the Trans-Pacific Partnership Negotiations and Agreement», 23 de enero de 2017, https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/presidential-memorandum-regarding-withdrawal-united-states-trans-pacific-partnership-negotiations-agreement/; Chad P. Brown y Melina Kolb, «Trump's Trade War Timeline: An Up-to-Date Guide», Peterson Institute for International Economics, https://www.piie.com/blogs/trade-investment-policy-watch/trump-trade-war-china-date-guide; BEA, «National Income and Product Accounts», tabla 3.2, https://apps.bea.gov/iTable/index_nipa.cfm; Jeff Stein, «Democrats Struggle to Present a United Front on Trump's Trade War», The Washington Post, 7 de agosto de 2019.

[275] Inmigración de Nueva Zelanda, «Buying or Building a House in New Zealand», https://www.newzealandnow.govt.nz/living-in-nz/housing/buying-building; Jamie Smyth, «Australia Targets Foreign Homebuyers with Property Tax Rise», Financial Times, 31 de mayo de 2017; Paul Vieira, Rachel Pannett y Dominique Fong, «Western Cities Want to Slow Flood of Chinese Home Buying. Nothing Works», The Wall Street Journal, 6 de junio de 2018; Congreso de Estados Unidos, S.2357 (116º), «Competitive Dollar for Jobs and Prosperity

Act»,
https://www.baldwin.senate.gov/imo/media/doc/Competitive%20Dollar%20for%

[276] Mary Childs, «Former Fed Chairman Blasts McKinsey and Hedge Fund Billionaires», Barron’s, 12 de diciembre de 2018.

[277] Consejo de la Reserva Federal, «Credit Liquidity Programs and the Balance Sheet: Central Bank Liquidity Swaps», https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_liquidityswaps.htm.

[278] Matthew C. Klein, «Why is the Netherlands Doing So Badly?», FT Alphaville, 16 de junio de 2016, https://ftalphaville.ft.com/2016/06/16/2166258/why-is-thenetherlands-doing-so-badly/.

Índice

Portada

Las guerras comerciales son guerras de clase

Abreviaturas usadas en las notas

Prefacio a la edición original

Prefacio a la edición española

Agradecimientos

Introducción

01. De Adam Smith a Tim Cook. La transformación del comercio global

02. El crecimiento de las finanzas globales

03. Ahorros, inversión y desequilibrios

04. De Tiananmén a la Nueva Ruta de la Seda. Entendiendo el superávit de China

05. La caída del Muro y el Schwarze Null. Entendiendo el superávit de Alemania

06. La excepción americana. La carga exorbitante y el déficit persistente

Conclusión. Para poner fin a las guerras comerciales, pongamos fin a las guerras de clase

Sobre este libro

Sobre Matthew Klein y Michael Pettis

Créditos

Las guerras comerciales son guerras de clase

LAS GUERRAS comerciales son guerras DE CLASE

MICHAEL PETTIS · MATTHEW C. KLEIN

GANADOR 2021 Lionel Gelber Prize GANADOR 2021

Capitán Swing

Cómo la **desigualdad** distorsiona
la economía y **amenaza** la paz

Las disputas comerciales suelen entenderse como conflictos entre países con intereses nacionales contrapuestos, pero como demuestran Matthew C. Klein y Michael Pettis, a menudo son el resultado inesperado de decisiones políticas internas para servir a los intereses de los ricos a costa de los trabajadores y los jubilados de a pie.

Klein y Pettis rastrean los orígenes de las actuales guerras comerciales en las decisiones tomadas por los políticos y los líderes empresariales de China, Europa y Estados Unidos en los últimos treinta años. En todo el mundo, los ricos han prosperado mientras los trabajadores ya no pueden permitirse comprar lo que producen, han perdido sus puestos de trabajo o se han visto obligados a endeudarse más.

En este desafío a la corriente dominante que invita a la reflexión, los autores ofrecen una narración coherente que muestra cómo las guerras de clases de la creciente desigualdad son una amenaza para la economía mundial y la paz internacional, y lo que podemos hacer al respecto.

Matthew Klein. Comentarista de economía en Barron's. Ha escrito para el Financial Times, Bloomberg View y The Economist. Antes de dedicarse al periodismo, fue asistente de investigación en el Consejo de Relaciones Exteriores y asociado de inversiones en Bridgewater. Estudió historia en Yale, licenciándose con distinciones, y se centró en los vínculos entre la política nacional y las relaciones internacionales. Originario de Chicago, vive en San Francisco.

Michael Pettis. Profesor de finanzas en la Escuela de Administración Guanghua de la Universidad de Pekín. Fue fundador y copropietario de la discoteca punk-rock D22 de Pekín, que cerró en enero de 2012. Es un conferenciante y escritor sobre el crecimiento económico mundial. Ingresó en la Universidad de Columbia en 1976. Obtuvo un máster en Asuntos Internacionales (énfasis en Desarrollo Económico) en 1981 y un máster en Administración de Empresas en Finanzas en 1984, ambos por la Universidad de Columbia. comenzó su carrera en 1987, incorporándose a Manufacturers Hanover (ahora JPMorgan Chase) como operador en el grupo de deuda soberana. De 1996 a 2001, estuvo en Bear Stearns como director gerente-principal en los mercados de capitales latinoamericanos. Pettis también ha sido asesor de gobiernos soberanos en temas de gestión financiera; entre ellos, los gobiernos de México, Macedonia del Norte y Corea del Sur.

Título original: Trade Wars Are Class Wars: How Rising Inequality Distorts the Global Economy and Threatens International Peace (2021)

© Del libro: Matthew C. Klein y Michael Pettis

© De la traducción: Francisco Herreros

Edición en ebook: enero de 2023

© Capitán Swing Libros, S. L.

c/ Rafael Finat 58, 2º 4 - 28044 Madrid

Tlf: (+34) 630 022 531

28044 Madrid (España)

contacto@capitanswing.com

www.capitanswing.com

ISBN: 978-84-126130-4-9

Diseño de colección: Filo Estudio - www.filoestudio.com

Corrección ortotipográfica: Victoria Parra Ortiz

Composición digital: leerendigital.com

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o

transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos, www.cedro.org) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.